全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS 华章经管

饱受误解的价值投资
屡经突破的安全边际
频遭黑天鹅事件的投资策略
调控迷局所引导的趋势走向
投资常识与经典理论如何化为陷阱

The Trap of

投资陷阱

看起来很美的常识性误区

李文杰 著



机械工业出版社
China Machine Press

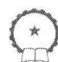
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Trap of Investment

投资陷阱

看起来很美的常识性误区

李文杰 著



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书是对投资理念、投资操作以及基本面分析的常识梳理，是对投资者最容易犯错误领域的一种反思。即便是经验丰富的投资者在对投资的判断上也存在着很多误区，例如有的投资者认为价值投资就是一定要长期持有一只股票，市盈率高低决定了一只股票偏离其实际价值的程度，股票的价格是简单地由市场供需关系决定的，资金的时间价值与复利意味着长期投资一定能带来财富。在本书中作者一一驳斥了对这些常识的认识，并重新整理了对价值投资的定义，对股票观念的认识，对投资的实际操作，对中国市场特色的认识。由于作者是经济学专业出身，因而在投资理念与投资基本面等方面有更深入的洞察，并能将经济学与金融学的认识相结合应用到投资实践中。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问　北京市展达律师事务所

图书在版编目（CIP）数据

投资陷阱/李文杰著. —北京：机械工业出版社，2012 4

ISBN 978-7-111-37996-6

Ⅰ. 投…　Ⅱ. 李…　Ⅲ. 私人投资－通俗读物　Ⅳ　F830.59－49

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 066812 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号　邮政编码　100037）
责任编辑：左　萌　　　　版式设计：刘永青
北京瑞德印刷有限公司印刷
2012 年 5 月第 1 版第 1 次印刷
170mm×242mm · 12.75 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-37996-6
定价：39.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261；88361066
购书热线：（010）68326294；88379649；68995259
投稿热线：（010）88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推　荐　序

老李是我的校友，一次偶然的机会，我认识了老李，并邀请他为《股市动态分析》写写稿子。于是老李一发不可收，一写就是两年。

老李其实不老，大家喊他老李是因为他从事证券分析的时间比较长。相对于公募基金、券商的研究员，老李一直在保险公司研究证券投资，在我们习惯了券商和基金的分析思路后，老李的文章带给了我们很多不同的视角和思考。

近两年来，A股市场走势低迷，投资者亏损累累。我想，这种局面应当是多方面作用的结果。长期以来，我们的证券市场“重融资、轻回报”，巨额的融资规模让市场不堪重负，加之进入全流通时代后，高估值局面难以持续，估值水平的回归不可避免。另外，我们也应当看到，尽管中国股市已经走过了20多年的历程，但投资者队伍整体上依旧不够成熟。尽管我认为证券市场应当有多元化的投资理念，但更多的投资者实际上并没有形成自己的理念，而是随心所欲、随波逐流，凭感觉买卖股票。对于这类投资者，我们称之为“彩票股民”。在中国股市中，尽管“彩票股民”资金规模不一定很大，但绝对数量很多，这部分群体也是在股市中亏损最大的群体，也是投资者在教育工作中最需要帮助的群体。老李在繁忙的工作之余，将他多年研究投资的心得加以总结，整理成书，让广大投资者有机会分享到他的经验，确实是一件幸事。

老李将他的作品命名为《投资陷阱》，恰恰也表达了这样一个意思，证券市场充满了机会，却又布满了陷阱。每个投资者都希望能够把握市场的机会，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却都有掉入投资陷阱的经历。如何认清风险、规避风险，或许是我们投资之前的第一要务。

我们对于证券市场和投资规律的理解，其实存在着很多的偏差。很多看似是常识的道理，未必就是真理。我想，不管是职业投资者还是普通股民，老李的作品都是值得参考的。全书内容通俗、文字诙谐，读起来一点也不吃力。相信，本书对您的投资一定会有所裨益。

赵迪

《股市动态分析》副主编

2012 年 2 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　　言

真理如何成为谬误：　解构投资路上的常识性陷阱

我们距离真理有多远？我的回答是，很远很远，毕人一生也难触及一鳞一角，并且从几千年前的圣人，到现在的专家学者，很难让我们判断出来，我们距离真理到底是更近了，还是更远了。

我们越来越发现，在这个混乱的世界上，真理遍地都是，却大多都高高在上，每个人都可以说得出一部分，可却不一定都做得到。还有很多极其贴近我们最直接的思维，让每个人都能做得到，却得不到真理的奖赏，因为，这些都是伪真理。

这就是艰难时事，我们生存的世界不再单纯，有信任就有欺骗，有真理就有伪真理；有利益就有流血，有人就有江湖。追求真理是有追求的人最理想的追求，但他们会发现这条路越来越难走，因为他们要做的并不只是寻找，还要拨开伴随历史沉淀下来的、越来越厚重的迷雾。其中的艰辛，足以让我这样没有追求的人，望而却步，以一生的代价去做这种努力，我做不到。可是，要在这世界上保持一份基本的清醒与独立，我想，至少，要具备一些基本的常识吧。

虽然常识距离真理还很遥远，但至少能让我们尝试拨开那层最薄的迷雾，距离真相、距离真理更近一些，使我们能够在这混沌的世界中勉强向前一步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况且，对于没有追求的我们，拥有常识，也只是我等之辈能勉强做到的事情吧。

一个投资者，在这个纷杂的市场中，保持一份清醒，保持一份独立，是其得以生存的保障。因为你所面对的永远是未知多过已知的世界，更恐怖的是，可能你所了解的，就是有人想让你了解的，而你不了解的，他们或许永远不打算告诉你。难道不是吗？一家公司，无论它的公众责任感有多强，告诉你好消息，屏蔽坏消息，一定是它本能的反应。一个庄家打算跑路，一定是告诉你这家公司多么有价值，上涨的预期有多么迫切。一个打算再融资的公司，一定会告诉你他有了这些钱，你能多赚多少钱，而不是他们能多分多少钱。即使伯克希尔公司告诉你那些巴菲特持有了十几年的可口可乐、政府雇员保险公司等这些公司的股票，这也是它想让你知道的，而一定还有很多亏钱的、持有期更短的股票，它不想告诉你，所以才会有人陷入价值投资就是长期投资的陷阱。为什么这么多人陷入了长期持有才是价值投资的误区，不就是因为有一只背后的手在无形的操纵，让你仅仅了解到长期赚钱的股票，而刻意忽视了其他本应是平行的信息吗？所以你会发现，这样的世界，已经不能再奢谈真理了，一直有人在尽力阻碍你走近它，因为一旦你走近，拿走的将是这些人的利益。那么，按我说的，我们还是尽量从基本的常识中获取那点基本的自由吧。

虽然想要掌握应有的常识似乎很难，但至少比追求真理要容易些吧。一是学习历史，二是注重逻辑，三是相信自己。历史永远是相似的，它不会重复，却可能会相似。所以让历史见证今天的现实，让过去做现在的镜子，这就是所谓的资治通鉴吧。但同时也应注意，运用历史的同时不要落入唯历史的陷阱，发生任何事都要去找历史中相似的影子，再拿来解释今天的事实，结果成了经验主义。这其中最重要的就是注重逻辑。毕竟历史仅仅是相似，而不可能相同，这就需要逻辑来修正。如果简单点概括，历史是经验主义，而逻辑则是对历史的修正。历史有它的规律，对未来有昭示意义。就像崇尚逻辑推论的哲学家认为的那样，经验主义的悲哀在于即使一个现象有一千次的重复，也不能证明第一千零一次一定会出现。没有被严格逻辑修正的历史方法缺少安全感，而历史则是有效逻辑的起点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用耳朵去聆听这个世界，用眼睛去观察这个世界，用大脑去思考这个世界。用耳朵去证实眼睛看到的，而不是用眼睛去证实耳朵听到的，因为你听到的一定是别人说的，而且可能是别人想让你知道的，而眼睛是自己看到的。用大脑来消化眼睛看到的，有抛弃有吸收，之所以要抛弃，是因为担心你的眼睛也刻意去寻找自己想看到的。相信自己的内心，而不是你的耳朵，不是你的眼睛，更不是其他人。

作为普通人，追求真理是太过遥远的梦想。作为没有追求的人，拥有常识或许还是个可以触及的理想，再用所获取的那些常识，规避无处不在的陷阱。呼唤常识吧，去获取那点难得的自由……

本书立足于对投资路上常识性陷阱的解构与探讨，看看大家心中的那些真理，如何偷偷地成了谬误。越是平常的地方，越可能出现错误，这应该也是一条准真理了。而越是被认做常理的，越有可能形成常识性陷阱，我们从常识出发，分析解构常识性陷阱，最后再回到常识上来，毕竟，清晰地认识常识是走出常识性陷阱的唯一道路。

始终没想到自己写的东西能有机会以书的形式体现出来。我只是在不停地写，给业内人士不停地发，与热心的朋友不断地交流过程中，开始有人建议我可以将观点整理成一本书了。一开始我觉得这只是一种廉价的赞扬，没有太在意。但随着建议的人越来越多，自己的虚荣心也膨胀了起来，毕竟能出一本书，应该是件很荣耀的事，所以我开始用心对待这件事了。

本书是在我撰写的“行云流水系列投资策略小品”基础上写成的，其实看到题目就知道本书的整体定位与风格了，说的是关于投资行业的话题，而且在这个话题中更偏重策略而非行业也非个股，文体为小品文，主要是思辨性风格，不是研究报告，更不是专业论文，所以很少用数据，很少有图表。本书收录的小品文都是我自己在投资运作及学习中的心得体会。因为我觉得能用自己的语言说出来的东西，才是真正属于自己的，所以我坚持每周至少一篇的写作频率，并在《股市动态分析》周刊连载，时光荏苒，一不小心已经积攒了几十篇。现在我觉得关于投资常识方面的话题可以告一段落了，一是这类话题写得差不多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，对我而言很难再找出新的话题了。二是个人水平限制，以前的积累也都抖搂出来了，再写就需要再积累，这需要时间，否则就是低水平的重复了。所以在这里先把以前的文章做一整理修改甚至是重写，又专门做了很多补充进来，算是给自己半年多勤奋的一个交代，给一直忍受阅读本系列痛苦的业内朋友一个交代，也给很多支持和鼓励我的美女帅哥们一个交代。

书中保留的，基本是很多不受时效性限制的讨论，不像投资报告那样，过了这个时点其价值就没有了，而这些话题对于资本市场来说，可能在未来很长时间内仍是躲不过、避不开的话题，从这个角度来衡量本书还有一定的可读性，不至于出来就扔到故纸堆，就斗胆试试吧。

需要特别指出的是，本书的观点及讨论并不是适合所有投资者的万金油，对很多人来说，虽然可读，却未必有那么大的用处。一个原因是因为不同人的阅读偏好不同，有的喜欢正襟危坐开讲的，有的喜欢喝口水就嬉笑怒骂的，有的喜欢逻辑推理性强的，有的喜欢案例分析多的，这些都不好强求，本书的风格可能有些飘忽，因为是在不同时间独立写出来的，风格与写作时的状态直接相关，兴奋时挺诙谐，看起来很解气，呆滞时写的文字也能让你看了想昏昏欲睡，只好在事后做一下修改，希望各位看官一定要挺住，既然拿到手里了，头悬梁锥刺股也得看完啊，再不行可就得用老虎凳辣椒水了，哈哈，开玩笑了。另一个原因在于作者受一名机构投资者的局限，这就意味着可能本书的观点不是针对个人投资者，因为机构投资者能够接受比较低的收益率，而冒较少的风险，个人投资者则自由得多，预期目标可以是翻倍，也可以是战胜通胀，赚够了可以放假，亏损了可以认亏，大不了持有不动，和这市场耗到底。屁股决定脑袋，准则决定行为，所以在本书中大家会看到对时间价值、安全边际等方面的讨论，却一定没有探讨如何翻倍的话语，我实在是没那个本事，也相信有那本事的不会告诉大家真经吧。而机构投资者内部也有划分，简单的差别就在于风险收益承受方的划分。比如笔者属于保险类机构投资者，而且是传统型账户，这意味着我们自负盈亏，所以对风险极为看重，对收益也没那么大的欲望。而另一类则是受委托为别人管理资产，别人承担盈亏，典型的就是基金公司，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就涉及价值判断了，这类投资者可以追求较高收益，承担较高风险，因为他们是相对受益者，只要不做得太烂，标配指数就可保持不败，所以其风格与人傻钱多的保险公司一定不同。

其实，说来说去都是客套话，所谓开卷有益，不论你是哪种投资者，读一遍这本小书，应该会比图书大厦里那些封面眼花缭乱，题目不是赢利一倍就是十倍的书更有收获吧。

按常理，最后还应该致谢一下的。感谢我投资专业道路上的老师兼大姐，渤海财险投资部副总张炜女士。感谢奋战在司法考试道路上的革命伴侣小杨同学，加油。感谢每天容忍我蹭饭的对面邻居女主人丽姐，还有遥远的父母，虽然这事他们还不知道。投资圈似乎有只做不说的传统，所以为本书作序及撰写推荐语的都是相熟的师友，在此叩谢，他们的名字会出现在本书的开头和最后。

还有和我一样做了几个月辛苦劳动的机械工业出版社策划编辑顾煦贤弟和责任编辑左萌，是他们带给了我将近十个月“鸡犬不宁”的日子（我属鸡，顾煦属狗），有位哲人说过，要感谢折磨你的人，所以我要感谢他们两位，而且我相信，折磨还没有结束。让暴风雨来得温柔些吧……

李文杰

2011 年 11 月于天津

北纬 39.12998，东经 117.08349

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

推荐序

前言



第 1 章　投资理念陷阱　/1

投资理念陷阱一：只有一种投资才叫价值投资吗　/2
投资理念陷阱二：价值投资就是趋势投资、长期持有和大盘蓝筹吗　/7
投资理念陷阱三：市场永远是对的吗　/15
投资理念陷阱四：时间是有价值的吗　/21
投资理念陷阱五：投资研究就是研究指标吗　/28
投资理念陷阱六：安全边际就是价格吗　/32
投资理念陷阱七：预测是投资决策的唯一标准吗　/44
深入讨论：一致性预期与混乱预期　/52
心灵鸡汤：资本市场的公平　/56

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章　投资基本面分析陷阱　/61

基本面分析陷阱一：流动性就是货币吗　/62
基本面分析陷阱二：热钱很可怕吗　/67
基本面分析陷阱三：通胀是货币现象吗　/70
基本面分析陷阱四：通胀会失控吗　/74
基本面分析陷阱五：所有指标都有用吗　/77
深入讨论：投资分析中的结构主义框架　/83
深入讨论：结构主义之经济增长模式转换　/90
深入讨论：结构主义之行业案例　/95

第 3 章　投资政策面分析陷阱　/101

政策面分析陷阱一：股市是经济的“晴雨表”吗　/102
深度讨论：过去 30 年的宏观调控逻辑　/105
政策面分析陷阱二：能用他国的政策预测中国的政策吗　/109
政策面分析陷阱三：准备金有上限吗　/111
政策面分析陷阱四：政策会马上转向吗　/114
深入讨论：宏观调控逻辑与货币逻辑的嵌套　/118
深入讨论：生产要素的货币化扩展　/120
深入讨论：资产配置新时期的故事与现实　/123

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章　投资策略陷阱　/127

投资策略陷阱一：宁选龙头，不要凤尾吗　/128
投资策略陷阱二：策略投资就是趋势投资　/132
投资策略陷阱三：用仓位的结构性调整能规避市场风险吗　/135
投资策略陷阱四：市场波动就是点位波动吗　/138
投资策略陷阱五：估值就是现金流折现吗　/142
深入讨论：估值坐标的基本估值——估值坐标的扩展之一　/146
深入讨论：估值坐标转换的估值——估值坐标的扩展之二　/149

第 5 章　上市公司竞争优势　/153

竞争优势　/154
竞争优势一：技术优势　/157
竞争优势二：营销优势　/162
竞争优势三：渠道优势　/168
竞争优势四：集中度　/174
竞争优势五：管理优势　/180

后记　整理整理书架，收拾收拾心情　/185

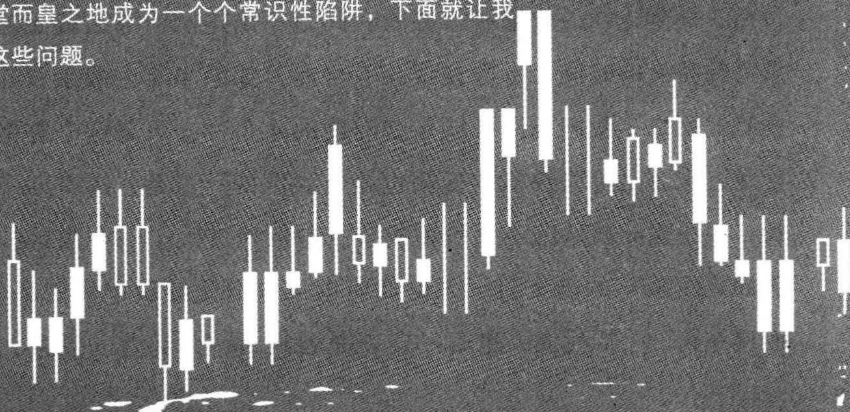
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章 投资理念陷阱

本章导读

本部分将讨论一些被奉为真理的投资理念，是如何在我们应用时偷偷演变为常识性陷阱的，为投资者带来难以估量的损失。越是简单的理念，给人们造成的误解往往越多。越是基本的常识，往往距离谬误更近，而距离真理越来越远。我们所讨论到的这些话题，要么已经被所有人反复咀嚼勾兑，食之无味，弃之可惜。要么被默认为真理，而人们却对其实质闪烁其词，含混不清。历史告诉我们，真理往往存在于被广泛认同的反面，以及比众人的认识更深入一点的洼地。本章所讨论的，就是一些看似真理格言的投资理念，是怎样把简单复杂化，从而落入一个又一个陷阱，使我们追求真理的道路，人为地变得漫长而曲折。

如果您也观看了大型纪录片《大国崛起》的话，那么一定对“常识”这个词很敏感了，没错，托马斯·潘恩的《常识》为美国的自由之战提供了理论之剑，告诉人们推翻王权获得自由是理所当然的常识。受这个思路的启发，使我们意识到在所谓精英汇集的投资领域，意料之外的，也是意料之中的，也同样存在多数人的误区，少数人的真理。其实很多时候、很多事情，用常识去理解，可以轻松地去伪存真，不知为什么，种种谬误却依然大行其道，在常识的表面，堂而皇之地成为一个个常识性陷阱，下面就让我们来解决这些问题。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资理念陷阱一：只有一种投资才叫价值投资吗

关于价值投资，相信有无数个定义与解释，却往往没有定论。而且在定义这个概念的时候，会有很多人在无意识中进入种种误区，这是因为他们意识到对价值投资而言，这些因素很重要，但慢慢地，把他们当成了决定性因素，把一个问题的限制条件慢慢理解成问题本身，从而渐渐迷失了。本文认为，价值投资只与价格有关系，而人们落入的以持有时间、投资标的等为基准去判断价值投资与否的陷阱，都属于常识性陷阱。所以，别执著于自己是否做了价值投资，只要相对于价值，有合适的价格，就是有利的。

我们经常会看到这样的场景：有人问某位投资专家，您是哪一类投资者？答：当然是价值投资者。那么您打算持有股票多长时间，他回答，半年左右。又问，这么短，那你这是价值投资吗？

从上面这个案例短短的几句话中，我们却能体会到很多问题：一是，有谁会说自己是投机者吗？何况是投资专家，被认定为是投机者恐怕是他最大的恐惧。二是，打算持有时间的问题过于业余，而回答也过于业余。因为真正的价值投资者都知道，是否卖出取决于股票会涨或跌到什么样的价格，而到这样的价格所需要的时间是不确定的，那么就无法确定一只股票需要持有的时间，专家说要持有半年，如果半年内股票没有上涨呢，会卖吗？所以，我们或许可以接受问题的业余性，可是这个答案也说明了即使是专家，对价值投资的理解也是有误区的。三是，持有期半年或许不算长，可是据此就认为不是价值投资，也依然进入了一个误区，有所谓“炒股炒成股东”的投资者，无论如何也难以据此就认定他们是价值投资者，而现在买，一周后卖，也不一定就是投机者，因为这一周内，股票上涨了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50%，不卖才是投机者。

实际上，**不是只有一种投资方式可以被称做价值投资，价值投资是一个投资者所追求的目标，却不一定是每个投资者都必须要走的路径。条条大路通罗马，价值投资就是罗马，而条条大路却不必拘泥于一条。**如果一定要规定某一条路才是价值投资路，那就明显地局限了投资的概念。况且，这往往导致大家拘泥于走哪条路，然后把这条路当做投资要达成的目标，比如持有时间、投资标的，却忘记了原本真正的价值投资的目标，只顾低头拉车，却忘了抬头看路。如果再做一个比喻，这就像是经济学模型，自以为给的假设越多，更容易得出精确的计算结果，可没想到最终结果距离解释现实却越来越远。所以，只在最简单的意义上确定价值投资最基本的概念即可，至于其他诸如持有时间、投资标的等，都是额外的限制条件，都是可以选择的路径，哪个更好，就要看哪个更适合自己。

所以，最简单的定义，我们认为所谓价值投资，只和价格有关系，而和持有时间长短、是不是大盘蓝筹股、是不是沪深 300 成分股都没关系。任何脱离价格的价值估计，都是闲谈，无本之木，就像是没有敌人，也永远不会出现英雄一样。从辩证法上看，价值与价格是辩证统一的矛盾体，是相辅相成的，而时间、标的等都是限定条件。从数学的角度看，价值与价格是主要方程式，而时间、标的等都是制约条件，在限制条件下对方程求解，才是投资的结果。所以，不是因为巴菲特持有可口可乐几十年就是价值投资，而持有几个月的中石油就不是价值投资，那是因为中石油股价很快就超过了他本来预定的价格；**不是牛市持有就是价值投资，而熊市逃跑就不是价值投资，价格走向超过预期，当然要逃跑。方程确定，而限制条件变化，投资结论自然也随之变化。因此，任何脱离了价格的价值投资，都是无源之水。**

对于资本市场，唯一不变的只有变化本身，而其魅力在于变动远超其他种类的市场，可用瞬息万变来形容，而其变化，一是因为复杂，各种因素、各地市场联动，二是因为投资者对价值的认识不同，给自己设定了不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的限定条件，从而得出不同的结论，导致不同的投资决策，才使得资本市场异彩纷呈。只是问题在于这些设定条件不一定真的适合自己，往往是从别处照搬照抄过来的，在最终发现投资结论失败后，便失去了对价值投资的信任，甚是可惜。因此，确定自己投资风格的过程，就是选择自己实现价值投资路径的过程，就是不断筛选及确定适合自己的限定条件的过程，是选择大盘蓝筹还是中小板，是长期持有还是短期波段操作，最终还是要看哪个更适合自己。作者就比较信奉“安全边际”这个限定条件，觉得无论是个性还是风格都更适合自己。（关于安全边际的讨论大家可见本章“投资理念陷阱六：安全边际就是价格”）

现在，我们面临的问题就在于如何确定价值。而这一问题的魅力在于，这是真正的仁者见仁智者见智，有人认为价值应该是未来收入的折现，有人认为是净资产的一个倍数，有人认为是现在或预期收益的一个倍数，当然，还有很多的人认为这个问题就是一个故事，一个传言，或者是明星投资经理的一句话……**这种价值观的不同，促成了任何时候，股票都具有一定的流动性，投资者认为合理的买入，认为不合理的卖出，作为一名投资者，我们该感谢这种混乱，这才使我们具备了赢利的基本条件，**如果全世界都只有一种价值观，那也就不存在收益的可能了，因为你或者买不到，或者卖不出。

关于哪一种价值估计方式合理，并无定论，市场比较认同的是具有成长性的可用市盈率，而稳定增长的用市净率，但这些指标的弹性很大，不同时期、不同限制的条件下，同一水平的市盈率或市净率都可能成为高估值，也都可能成为低估值。在这里我们也无意讨论估值方法的优劣，因为我们发现，**任何估值方法都是在一定的假设前提下的，而不同的假设，就会有不同的结论。而问题在于，假设往往脱离现实，这必然导致大概率的错误结论。而更进一步的问题在于，即使是最接近现实的假设，对于市场而言，也往往是错误的，因为市场并不认可，正确的假设如果不被认可，就是不存在的，没有办法对市场产生影响。所以我们面临的情景是，我们**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似乎提错了问题，而我们在做的，则是面对错误的问题，强行寻找正确答案。

那么正确的问题是什么呢，可能应该是多数资金（注意，不是多数人）所认可的价值是多少？听起来是不是有点像纳什的博弈论？是的，股价的涨跌，归根结底是人与人的博弈，资金与资金的对抗，人是手，资金是枪。

那么正确的行为是什么呢？有人会说，当然是跟随大部队走，因为多数资金认可的价值，价格必然向这个价值回归。对于这个问题，我会很欣慰地说，对了，但只对了一半。

正确之处在于，这恰好符合了我们一直所尊崇的顺势而为，跟随大趋势，做趋势投资的思想。在一个有明确方向的市场中，这是最正确的投资思路。而其问题有二，一是在趋势明确的市场中进行趋势投资，只能获取市场收益，即平均收益，而根据笔者这几年作为机构投资者的经验，在单边市中战胜市场的难度非常大，因为你满仓的速度，一定不会快于市场上涨的速度。

二是大家回忆一下，纳什均衡中那个选择舞伴的经典故事。纳什和几个男生正在酒吧里喝酒聊天，这时进来了几个女孩，这对没有女伴的小伙子们来说可是个追女孩的好机会。几个女孩明显也在观望中，等着男生上来献殷勤。这几个女孩中看起来最漂亮的是一个金发女郎。几个小伙子开始七嘴八舌地讨论怎么样才能邀请到那个漂亮的金发女郎。其中一个人说：“你们还记得经济学之父亚当·斯密说过什么吗？”好几个同学异口同声地回答道：“他说‘在竞争的环境中个体对自身利益的追求可以最终导致集体利益的增加’。”听到这个回答，提问的同学大声说：“那么，先生们，还等什么？开始竞争吧！我们都去邀请那个金发女郎，看谁能成功！这样我们大家都有机会！”这是一个听起来很诱人的建议，所以其他的几个小伙子迅速地表示了赞同。但纳什却想：那个金发女孩肯定知道自己是几个女孩中最漂亮的，因此为了自抬身价她应该不会很快接受男生的邀请。如果几个男生在这个时候都去邀请她，这样“自相残杀”的结果可能会互相影响，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

她很可能最终谁的邀请也不答应，而去找一个她认识的朋友，这样到最后几个男生谁也不会得手。反过来，对其他的女孩子而言，虽然她们自己知道自己没有那个金发女郎漂亮，但由于自尊心作祟也不会有人希望被当众当成男孩子的第二选择。所以，如果先去请那个金发女郎，在请不动的情况下最后的结果只能是这几个男生到最后一个女孩也没有请动。这样一个全败的策略显然不能称得上是一个好的策略。现在假设几个男生都不去请那个金发女郎而去请其他的女孩，其他的女孩知道自己不是最漂亮的，因为害怕自己失去这样一个被男生邀请的机会就很有可能同意。这样到最后虽然几个男生都没有请到最漂亮的舞伴，但至少大家都有了一个舞伴。相对于一开始都去请金发女郎的策略而言，都不去请金发女郎的结果反而更好。显然，后一种策略比前一种策略的结果要好得多。

如果运用一下逆向思维，公认最美的姑娘，最后是没有舞伴的，那么这时我们再上前去邀请，就是捡到了最大的宝。这即是上文所说的正确的另一半，即**不但要在趋势中进行理智的趋势投资，而且在趋势转向时更要进行勇敢的风险投资。**这个风险投资与一般意义上的天使投资、PE（私募股权投资）之类大不相同，人家那可是承担了真正巨大损失的风险，十个指望一个成功的冒险之举，而在这里依然强行使用风险投资四个字，是因为在人的情绪体会上，那时的风险是最大的，在人的情感上，那时是最恐惧的，因为绝大多数人都认为价格不合理，都急于抛售，而人的社会属性与自然属性都使我们有抱团取暖的需要。所以，从人的情绪上分析，那时风险是最大的，即使事实上风险是最小的（或许，绝大多数的风险，都存在于感觉之中吧）。

同样依据这几年的感受，勇敢地进行风险投资，所获取的通常是超额收益，和理智的趋势投资一样，其基准都是市场。

人法地，地法天，天法道，道法自然。人的投资行为与人的其他社会行为本质上没有差别，只是所用的规则不同，而不同的规则决定不同的行为。其实归根结底，还是要遵循朴素的唯物辩证法。势强则顺势而为，势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失则逆势而动，势微则潜伏等待。

最后，发一点牢骚，一个行业的难度，完全取决于行业内人士花多少时间去建造这个行业的壁垒，当然，用的时间越多，壁垒越高，进入越难，而真正用在研究上的时间就越少，这个行业会逐渐消亡，这是自然规律。比如经济学，就那么点事儿，只是不停地有新概念被创造出来，最后成了一门艰难学科，而其最大的难度在于，怎样把解释简单现象的复杂语言重新翻译成简单的语言。我认为张五常教授，是位能把简单现象用简单语言简单说清楚的大师，所以我最敬佩他。而行业内如此多的所谓专家、学者等，还在忙于坐而论道，为了一个概念争执不休，所做的贡献也只是给这个行业平添一道门槛，叫人难以肃然起敬。

纵使我没读过莎翁的任何作品，我也听过“一百个人，就有一百个哈姆雷特”的说法，既然如此，一大堆专家、学者、大师、著名人士，怎么就非得允许一种“价值投资”概念的解释呢？争论的目的无非是证明自己对，而别人错，正所谓，是骡子是马，拉出去遛遛，但你长期持有算价值投资，他逃离了暴跌就不算？我只是想先问问两人，都赚钱了没有？

所以要我说，不要再用各式各样的理论去争抢“价值投资”概念的话语权了，在收益面前这些都毫无意义，只是在徒增投资行业的门槛而已，而你把门槛竖得老高，让老百姓们望而生畏，怎么提振股市？**在股票市场，共识之下是共输，而差别之下才会有共赢。**

投资理念陷阱二：价值投资就是趋势投资、长期持有和大盘蓝筹吗

本文是上节“投资理念陷阱一：只有一种投资才叫价值投资吗”的继续，专门讨论价值投资过程中使用最多、应用最频繁的几个限定条件，也是投资者最容易落入陷阱的几个方面，他们大多以为趋势投资才是实现价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资的最有效策略，长期持有才是价值投资，买入大盘蓝筹股才是价值投资。

延续上节我们关于价值投资理念的讨论，现在我们回到几个广泛的谬误上来，这些往往是价值投资的某种形式或某种实现手段，却在理解和应用过程中，被错误地以为这就是价值投资，就好像看到银行家都穿着高档西装，然后就以为穿高档西装的就是银行家一样，其实，他也可能是服务生。

价值投资就是趋势投资吗

近几年来被广为认可的价值投资策略，主要普及于2005年开始的大牛市。从那时开始，中国股票市场在基本面有了四五年积累的背景下，趁着股权分置改革的东风，掀起了轰轰烈烈的大牛市。而这波牛市有两个特点，一是最赚钱的方式就是买指数或指数类产品，精选个股策略或波段类操作，最终效果都比买入指数差，所以，延续两年的牛市奠定了趋势投资在投资者心目中的地位。二是公募基金行业在国内成立几年后，终于迎来爆发式增长，占据了主流机构投资者的地位，这与大牛市是分不开的。而同时，公募基金所倡导的价值投资理念也第一次战胜短线操作、坐庄以及跟庄等老式操作行为，成为投资者广为接受的核心投资理念。也就是在这样的牛市环境下，两种本来泾渭分明的特点被融合到了一起，使得众多投资者认为，趋势投资才是价值投资，价值投资只能搞趋势投资。并且，这种观点在2005～2009年的牛熊市中都得到了验证，2005～2007年为单边牛市，2008年为单边熊市，2009年为单边牛市，这更坚定了趋势投资者的信心。而可惜的是，在2010年以及2011年的大盘区间震荡，而个股表现异彩纷呈的市场中，趋势投资者头破血流，而精选个股策略和波段操作策略获得了明显的优势。

而实际上，价值投资是一种投资理念，与其他的投资理念如投机等相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对应，是一种理论，一种思维框架。而趋势投资则是一种投资策略，一种投资方式，与精选个股或波段操作相对应。**两者可以是很好的组合，如 2005～2009 年的 A 股市场。但也可是很差的组合，如 2010～2011 年的 A 股震荡市**。一种是理想，一种是路径的差别，本来非常明显，但是在大牛市的掩盖下，所有东西都混淆不清了。

趋势投资是在特定限制条件下得出的投资结论，即在趋势明确的单边市场成立，而非普世法则，单边市场过后，趋势投资必然衰微，而以价值投资之名紧抱趋势投资不放的投资者们，只能默默忍受，**他们在单边市中享受了一半的正确，也该在震荡市中承受另一半的错误**。（关于趋势投资的进一步讨论，可见本书第 4 章“投资策略陷阱二：策略投资就是趋势投资”）

价值投资就是长期持有吗

这种观点认为长期持有才是价值投资。而按照上节的价值与价格对立统一的理解，**如果我认为股票低估了 1 元钱，那么它涨了 1 元钱，我就可以卖出，至于它上涨是花了一天，还是一年的时间，和价值投资没有直接的关系**。

他们认为投资期限的长短，是衡量是否为价值投资的标准，长期的是价值投资，短期的就是价值投机，更短期的就是投机，连价值都谈不上，所以就经常有我们买入本来是为了投机，结果被套牢，又不忍割肉，被迫持有做一个价值投资的这类实例。正所谓投机投成投资，炒股炒成股东是也。理由或许来自于，高举价值投资旗帜的巴菲特老爷子最赚钱的股票都是持有了几十年的，而更多亏钱的人都是只持有了几天的。就好像看到了白天鹅，就以为世界上都是白天鹅一样。可是，经验主义害死人啊。

实际上，在发现澳大利亚之前，欧洲人认为所有天鹅都是白色的，还常用“黑天鹅”来指不可能存在的事物。但欧洲人这个信念却随着第一只黑天鹅的出现而崩溃。因为，黑天鹅的存在代表不可预测的重大稀有事件，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意料之外却又改变一切。人们总是对一些事物视而不见，并习惯于以有限的生活经验和不堪一击的信念来解释这些意料之外的重大冲击。这就是“黑天鹅理论”。

就像是人们最终发现世界上还有黑天鹅一样，敏感的人也许会发现巴菲特老爷子并不是只有那几只持有几十年的股票，他还有持有期限没几天的股票。而且就像在第一只黑天鹅出现后，人们发现了越来越多的黑天鹅一样，我们或许也会发现，巴菲特先生持有期限短的股票数量比持有几十年的更多。我们所熟知的，至少相对于可口可乐，中石油他持有的期限就不长。况且即使是巴菲特，也有套到手里被迫做长期投资的股票，他现在的投资运作平台伯克希尔公司，就是一个砸到手里的纺织公司，他买入后，遭遇了纺织业的不景气，无力回天，只好将其重组，成为其以后进行资产管理的平台，从这个角度看，伯克希尔－哈撒韦公司，就是典型的资产注入型公司或逆境反转型公司了。问题在于那几只赚了大钱的、持有了几十年的股票太吸引人，明星效应太强了，其四射的光芒遮蔽了人们的双眼，使多数人忽视了更多的持有期限短的股票。

其实，**所谓的投资期限与持有或计划持有的时间没什么关系，而是和目标达成所需要的时间有关系。**我们只是发现巴菲特的几只长期股赚了大钱，却没注意到他也会有长期持有却不赚钱的股票。**我们只注意到巴菲特几只赚了大钱的股票是长期持有的，而忽视了他也有很多赚了大钱的股票并没有拿多长时间。他所看重的护城河、高分红、优先股等，往往拥有稳定的现金流，那么如果一年之内把未来十年的现金流都给他，你看他是持有还是卖出。我想，以他的聪明才智，才不会为了所谓价值投资的虚名，而硬生生地持有呢。**

所以说，不能为了追求所谓的价值投资，而忽视我们所追求的价值实现的进程。而且持有的期限，确实也不能作为价值投资必要的约束条件，你可能已经发现了，巴菲特只不过恰好是价值投资的代表，而他不过恰好长期持有了一些股票，而这些股票中一些我们熟知的，恰好都是赚了大钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的而已，阴险一点说，那些我们不知道的，或许亏损得一塌糊涂呢。所以，持有期限只能作为投资者依据自身偏好而设定的限定条件而存在，只能是充分条件，而不是必要条件，你可以偏好长期，也可以偏好短期，依投资者特性及需求而定，毕竟，适合自己的才是最好的。

按字面意思理解，**所谓价值投资，自然追求的是价值，而价值的实现过程需要时间，这才涉及价值投资的期限问题。而对于变幻莫测的资本市场来说，这个时间有长有短，有快有慢，不会因为你要长期投资它才缓慢地实现价值，也不会因为你急于赚钱而连续涨停，这全凭市场的认知速度与认可程度。这就是说，你只能追求你所设立的价值目标，却无法掌控它价值实现的过程，并且一旦你连过程都可以掌控了，估计你也已经深陷其中，炒股炒成了大股东，很难自拔了。所以，一旦你的目标达成了，别管是一天还是一年，都应该做个了结。如果目标没达成，也别天真地以为只要是长期持有你做的就是价值投资，就能赚钱无忧了。**

价值投资和投资标的有关吗

有种观点认为投资大盘蓝筹才是真正的价值投资，而中小板就是价值投机，而我们按照价值与价格对立统一的理解，低估的中小板比高估的蓝筹股要有价值得多。这里的主要问题在于，大家所熟知的巴菲特投资，很多都是现在赫赫有名的蓝筹，才使得大家进了这个误区，而忽视了现在的蓝筹，当初都是小公司。

那么，为了澄清这个问题，我们搬出另一位投资大师彼得·林奇的观点，供大家判断，到底哪种股票更好，毕竟没有人会说彼得·林奇做的不是价值投资吧。

彼得·林奇曾经详细地讨论了 6 种类型的公司，它们分别是：缓慢增长型公司、稳定增长型公司、快速增长型公司、周期型公司、困境反转型公司和隐蔽资产型公司，每一类公司都有价值，对此他逐个进行了说明。

快速增长型公司是指在过去 3 年内的每股收益（EPS）增长率都大于或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等于20%的公司。这类公司是彼得·林奇最喜欢的投资目标：小型，有进取心，新兴企业，每年增长20%～25%。但他对于超过25%的公司保持警觉，因为过高的增长率对公司来说是很难维持的。一年增长50%或者更多的公司一般都处于热门行业，他对这种行业都不看好，因为每个人都已经知道了这些公司，因而其股票有可能被高估。对于快速增长型公司，要考虑一些重要因素：首先，这些公司是否在数个不同的城市用同样的方式获得成功，从而证明他们的扩张是有效的、可复制的。其次，注意扩张的速度是在增加还是在降低，其销售是一次性买卖，还是顾客必须不断购买产品，当然是持续消费的更好。再次，如果只有少数的机构持有该公司的股票，并且很少有分析家听说过它，那这就是一个非常好的消息，如果了解该公司的人越少，该公司未来的爆发力就会越强。最后，增长率在20%～50%，以20%～25%为最优，这样的增长率是可以维持的。

稳定增长型公司是年度每股收益增长率介于10%～12%的公司。彼得·林奇把稳定增长型视为成熟的，但仍有良好增长潜力的公司。在他的投资组合中，总是包括稳定增长型的股票，因为这些股票在衰退期和市场低谷期为他提供了保护。他认为，稳定增长型股票的收益增长率是百分之十几，并且其年销售额有20亿美元甚至更多。另外，在过去12个月的每股收益是正数。如果不能赚钱或者在亏损，则不能通过检验衡量标准，可口可乐、百时美、宝洁、贝尔电话等公司都是稳定增长型。

缓慢增长型公司是指大型并有悠久历史的公司，这类大型公司的年销售量一般会达到或者超过10亿美元。值得一提的是，在彼得·林奇的资产组合中，这种类型的股票不多，因为他认为，如果公司的增长不再迅速，它们的股票价格也不会有快速的增长，这必然影响股票持有人的利益。如在20世纪五六十年代，美国电力公用事业公司是快速增长型公司，其股票是当时表现最好的股票。但到了20世纪70年代，由于电力成本的大幅增加，消费者开始学会节约用电，该公司也因此失去了增长的动力。最终成为缓慢增长型公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期型公司是指涉及汽车制造、航空、轮胎、钢铁、铝业和半导体等行业的大型公司。这类公司在经济景气时，表现不错，而当市场疲软时，业绩欠佳。投资周期型公司，时机就是一切，也就是说，在它们的上升期进入，而在衰退期到来之前退出。当周期型公司股票市盈率很高时，是投资者买进的最佳时机；而当它非常低的时候，周期型的股票也许已经达到顶峰了，此时则不宜买进。例如福特汽车就具有典型的周期性，在衰退期亏损高达数十亿美元，而在繁荣期赢利则也可达数十亿美元，公司交替性的大盈大亏使其股价相应地大起大伏，上下波动得十分剧烈。

困境反转型公司是指那些经营面临困难，正力图扭亏为盈的公司。这类公司能够很快地弥补损失。彼得·林奇列出了 5 种困境反转型公司：一是等待救援型，这种公司寄希望于政府会出面拯救它。这类公司最后能否“起死回生”的关键，完全取决于政府是否提供相应的贷款，在美国，这类公司的典型代表就是克莱斯勒汽车公司。二是出人意料型，这种公司通过自身努力获得了成功的转变，使市场吃惊。美国的联合爱迪生公司是典型，作为一家公用事业设备公司，1974 年它的股价从 10 美元跌到了 3 美元；而其后股价又从 3 美元反弹到 1987 年的 52 美元而让投资者大赚了一把。三是小题大做型，在公司里只有很小的问题，但在市场上却被人们看得很严重。彼得·林奇曾投资过三哩岛核电厂，他当时认为这家电厂的遭遇并没有想象的那么糟，而当公司遇到小灾难时则往往蕴藏着重要的投资机会。四是败絮其外型，在公司经营不善的内部有相当好的部分。典型的如美国 R 玩具公司，这家公司是依靠自己而不是其母公司洲际百货公司而发展起来的。结果，这一公司在转型成功后惊人地涨了 57 倍。五是优化重组型，指公司通过剥离其亏损的分支机构或子公司，使其余的部分都是优秀的。

隐蔽资产型公司是指某些拥有部分有价值的资产，却被投资者所忽视的公司。这种价值通常会产生很大利益。Pebble Beach 公司在 1976 年年底的股价是 14.50 美元，其上市流通的股票为 170 万股，公司的全部市值只有 2 500 万美元。不到 3 年（1979 年 5 月），20 世纪福克斯公司以 7 200 万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的价格将其收购，这一价格相当于股票价格涨到了每股42.50美元。但就在公司收购后的一天，20世纪福克斯公司就转手卖掉了Pebble Beach公司的采石场，仅这一项，就卖了3 000万美元。这个价格甚至比1976年投资者用来购买整个公司的价钱还要高。这就是说，那些购买Pebble Beach公司股票的投资者在3年后不花钱就拥有了原Pebble Beach公司中除采石场以外的全部资产，包括采石场周围的土地、2 700英亩山地森林、蒙特里半岛以及有300年历史的老树、酒店与两个高尔夫球场。

在分类的基础上，彼得·林奇最钟爱的就是快速增长型公司、困境反转型公司和隐蔽资产型的公司，因为只有这3类公司，才有可能出现十倍股，而其他类型公司，要么被他作为防风险的手段进行底仓配置，要么就是适当做周期性的波段配置，却很少长期持有，因为以这几类公司的特质，是不可能成为大牛股的。如果不能成为大牛股，就没有长期持有的理由。

那么我们可以将A股的大盘蓝筹股，用彼得·林奇的分类方法归类，就会发现，这些蓝筹股基本都处于周期股、稳定增长股或缓慢增长股领域，这明显与彼得·林奇的思想相悖了。同时我们也会发现，中小板却似乎更符合其关于快速增长公司的定位，这又与我们一直的想法有所不同。

如果彼得·林奇是对的，那么难道巴菲特错了？当然不是，这并不是一个非此即彼的问题，巴菲特也并不是仅仅买入了大盘蓝筹股，众多的小公司淹没在大公司的阴影下，使得人们忽视了那些小公司，而当这些小公司逐渐成长为大盘蓝筹时，大家才注意到，以为这又是巴菲特老爷子成功投资大盘蓝筹的经典案例。而同样的，彼得·林奇也会持有大公司的股份，这是两种不同的途径而已，就像是我们讨论趋势投资一样，这只是一种实现目标的途径，却不是唯一的途径。

有位同业说得好，**股票投资领域存在这样一条真理，即股市中绝大部分严谨的逻辑，事后都被证实是谬论和谎言，只是被揭穿的时间或长或短而已。但大部分旧的谬论被揭穿时，投资者早已去追逐新的谎言了。**在分析了很多的常识之后，我们又悲哀地发现，关于投资中的长期与短期，趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势或波段，甚至买卖哪种类型的股票，也成了一个个陷阱，以为长期投资就是价值投资，价值投资就要长期投资，以为趋势投资才是价值投资，价值投资必须是趋势投资，以为买入大盘蓝筹就是价值投资，价值投资非要买大盘蓝筹不可……处处有争论，处处有误区，越是简单的道理，越是容易被引申出各种意思，误导了一波又一波的投资者。

投资理念陷阱三：市场永远是对的吗

前两个小节讨论了价值投资，现在我们来讨论价格，价格是市场之所以成为市场的核心因素，所谓无价则无市。然而市场有效性假说及经典经济学蒙蔽了我们的双眼，使得我们以为市场是有效的，合理价格是存在的，市场永远是对的。这是多么理所当然的观点啊，若不知道可能都不好意思和股票打招呼，那么下面，就让我们来戳穿它。

本节将要评判市场的对错。很多人会觉得这是多此一举，因为市场这个东西实在太过平常了，有的投资者每天看盘的时间比看老婆孩子的时间还多，股票代码记得比父母的生日还清楚，快捷键熟练得像是输入自己的信用卡密码，但就是这种平常，反倒最容易跳进违背常识的陷阱，并不知不觉地陷入其中，却还以为自己掌握了真理。

下面我们将列出5条可能被广泛接受的关于股票市场的观点，在很多投资者眼里，这些可能就是真理，然后，我们再来看一看，这些看法距离常识有多远。

股票的价值决定价格？

错，价值只不过是我们找到并使用的一种基准，用来衡量现在的价格是高了还是低了，是有吸引力，还是有排斥力。因此，价值只是与价格相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互作用的参照系之一，而非起决定作用，所以，和价格一样，价值也是相对的。这恐怕与我们一直理解和信奉的经济学原理不同，因为在资本市场中，根本不可能具备经济学原理中那些经典的假设条件，以用来保证两线相交形成所谓的均衡点。**即使有可能达到价值与价格相对应的均衡点，也是偶然和短暂的，而必然和长久的，则是两者的互相偏离，**使得原本的决定与被决定关系，在市场中只能表现为互相参照与互相修正的关系。

股票价值的衡量手段我们讨论过，而且下文还会再进行单独讨论，简单地说有相对价值与绝对价值两种方法，绝对价值以自身的历史与未来假设为基准，相对价值则以他人为基准，但归根结底还是要与价格挂钩，因为任何事物都不是绝对的，没有参照系，都不可能说明它的位置。而在资本市场中，价值最合适的参照系恰恰是价格，价格的及时性、灵活性、可获得性和即时成交的属性，保证它足以获得价值参照系的位置，毕竟如果你用一只股票去衡量另一只股票的价值，不会有人立刻同意用这只股票的相对价值去购买另一只股票，即使愿意，相信也一定不能促成即时成交，总要来来回回地对比算计后才有可能，所以在资本市场中，成交价比价值有用得多，这也是价格的最大威力。

这样的话继续说下去，**可能我们在做的事情，并不是寻找价值，而是寻找低于价值的价格去做多，寻找高于价值的价格去做空。而我们原本所寻找的所谓价值，也只不过是用来衡量价格是否合理的众多参照系，而价格，则是衡量价值的基本参照。**所以，单纯地谈论价值，就已经落入了常识的陷阱，在辩证法时代，有什么东西会是绝对的呢？说完这个问题，接下来的就是第二个问题。

投资者应该追求一只股票的合理价格吗

错。**所谓合理价格毫无用处，投资者该追求的是价格从过高或过低向合理价格过渡的那个过程，如果胆子大，从价格过高向过低或价格从过低向过高的过程更为刺激。**我们一直说所谓滚雪球，要的就是稳定的时间价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，**但对于时间价值来说，有意义的不是点时间，而是段时间。**而股票的合理价格，只不过是价格过程中的一个时间点而已，就像是经济学中的均衡一样，均衡是偶然的、短暂的，不均衡则是必然的、长久的，所谓合理价格，不过是偶然而短暂的那个均衡点。

事实上，如果不指望 A 股市场中那点可怜的股息，那么你在这个合理价格点买入明显理由不足，因为合理价格已经很合理了，在这个点买符合逻辑，在这个点卖也同样符合逻辑，毕竟价格已经反映了预期，既反映了买的预期，当然也反映了卖的预期。而在低股息的 A 股市场，这种没有价差的生意恐怕不会有人做吧。如果说以合理价格买入是看好公司的成长，理由或许成立，但那是一个新预期的形成，会需要较长时间，而时间是有成本的，也是要求效率的，所以，至少从时间效率角度看，也未必是合理的行为。

其实说来说去，合理价格和第一条中所说的是一样的道理，这同样是一个坐标系的问题，同样是一个相对的问题，**合理价格的作用是找到不合理的价格，而合理与不合理之间的过程，才是产生收益的过程，这才是我们追求的东西。**所以不难理解，为什么我们看到有研究员经过一番运算之后得出结论说目前价格合理，而依然建议加仓时的无奈了吧。

每只股票必然存在一个合理价格吗

很多投资者都曾认为股票是存在合理价格的，这个问题对这些投资者来说是理所当然的。然而这样的观念并不正确，**现实中本就没有什么合理的价格，那只是偶然与短暂的，而只有高的价格或低的价格，这才是必然与长久的。**凡是认为必然存在合理价格，存在即合理的朋友，一定是对传统经济学的理解过于深刻了，依然对均衡价格耿耿于怀。

其实对于资本市场来说，什么样的价格是合理价格？**成交的价格就是合理的价格，**为什么合理？因为可以成交，有人愿买有人愿卖，**成交才是合理。**为什么资本市场中的投资机构在对持有资产进行估值时，成交价是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首选，就是这个道理。

这样来看，如果把成交价确定为合理价格，那么合理价格就可能存在于K线图上的任何一个地方，那么传说中的那个合理价格，只不过是向高价方向或向低价方向行进中的一个点。所以，**忘记那一瞬间的合理价格吧，不合理才是永恒的，而之所以资本市场具有这样大的吸引力，也就是源于其价格的不合理而引发的波动过程。**

从价格存在即是合理引回到本节的标题问题：市场永远是对的吗

其实从前面的3个问题，我们已经可以得出结论：市场总是错的，总是偏离所谓合理价格很远或很近，而且不是过高就是过低。**所谓的正确价格，只不过是无数价格中的一个，而且，永远别指望它会停留在那里。**从一定意义上说，**我们多数的收益都是来自于对市场某种意义上的纠错行为**，市场总是错的，即使它达到了正确的时点，往往也是在无意之间，在到达之后，没有迟疑地离开，**挥一挥衣袖，只留下K线，不留一丝云彩。**

重申一下，价格是成交价，成交即是合理，但我们并没有说成交就是对的。总是有人在高价买了东西，在低价卖了东西，如果不是这样，何来投资收益，只会有股息收益了。下面讨论最后一条，关于价格决定的问题。

股票价格与成交量是由供给与需求所决定的吗

从西方经济学上来讲，价格与交易量是由供给和需求共同决定的，均衡价格是供给与需求曲线相交的那一点。可实际上两者的交叉只决定了那个所谓均衡点的价格以及这个价格的成交量，而这个点之外的所有价格及成交量，都是偏离这个交叉点的。而这些非均衡点的价格，是由什么决定的呢?

别谈供求了，除了股东，谁会真的需要股票，只有在需要投票权时，投资者才会需要股票。况且，炒股炒成股东，已经是这个市场里最流行的笑话了吧。我们所认为的真实因素，就是投资参与者的动物精神，即是由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获利驱使下的交易行为，在何种价格形成多少交易量，则受动物精神决定。**毕竟这是非均衡价格，这之外的任何交易，你都不能用理性的东西去解释，而非理性的东西，自然就是动物精神了。**当然，大家也可以用情绪之类的词汇去阐释动物精神的意思，只是经过经济学大师凯恩斯与诺贝尔经济学奖得主罗伯特·希勒的大力阐释，动物精神似乎更有说服力。（动物精神的概述见本小节后的附录，有兴趣的朋友，可参阅罗伯特·希勒的著作《动物精神》。）

文末，也许有的读者看后会感觉很委屈、很沮丧或很愤怒，因为可能以上这些观点打破了你长久以来一直信奉的东西。常识很近，常识很远，不论你信不信，它们就在那里，要么欣赏你，要么嘲笑你……

附录 《动物精神》简介

自亚当·斯密以来，经济学关注的核心，便是人类的理性行为。经济主体在给定偏好、约束下的最优化选择，是所有经济学分析的起点。在这个分析框架中，人类行为如一台精密的仪器，总能根据环境和自身需要做出最有效的决策，不但可以给自己创造最大的效用，也能间接地为他人带来好的结果。由个人行为加总而成的市场行为，也因此能在整体上保证资源利用的效率和人们福利水平的提高。“无形之手”之说，由此而产生，并成为了经济学的主流观点。

不过，现实却时时出现对“无形之手”的背离。经济波动、经济危机、大规模失业，凡此种种的“市场失灵”现象，都很难从斯密的传统理论中获得令人满意的解释。也正因为此，在20世纪，经济学家从不同方面，对古典经济学进行了补充和修正，极大地推动了经济学的发展，也提高了人们对“市场失灵”问题的认识。不过，这些研究在根本上并未脱离理性决策的基础，更多地，只是涉及了对约束条件的修改和放松。在一些经济学家看来，这种针对约束条件的修正，仍不足以解释诸多的失灵现象。跳出理性分析的框架，将影响人类行为的一些非理性因素引入经济主体决策，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才是真正的解决之道。这是一种不同于古典经济学分析框架的行为经济学方法，也是《动物精神》一书两位作者所推崇的理念。

正如亚当·斯密“看不见的手”理论是古典经济学的基本原理一样，凯恩斯的“动物精神”是另一种经济观（解释资本主义内在不稳定性）的基础。凯恩斯承认，大多数经济行为源自理性的经济动机，但也有许多行为受“动物精神”的支配。人们总是有非经济方面的动机，在追求经济利益时，并不总是理性的。这些动物精神是经济发生波动的主要原因，也是非自愿失业的主要原因。由此，动物精神驱动经济，导致经济波动，引申出我们需要“看得见的手”。

因此，《动物精神》的作者认为古典经济学家为了能够以古典经济学来解释《通论》，在发展凯恩斯经济学过程中尽可能地把“动物精神”最小化，直至新古典经济学将“动物精神”完全抛弃，致使目前的主流经济学假设仍然是“理性”及“经济动机”，因而只能解释现实的四分之一世界（见图 1-2 的左上角）。

《动物精神》的两位作者并不认同这一现状，而有意对凯恩斯的思想做一次重新挖掘。在凯恩斯论述的基础上，阿克洛夫和希勒教授对“动物精神”（即非理性心理和行为）进行了详细的展开，并将其分解为 5 种主要的心理或行为，即信心、公平、欺诈、货币幻觉和听信故事等。受这些因素的影响，人们的行为往往会偏离理性决策所期望的结果，从而造成经济的波动。在信心机制的反馈作用下，经济波动被放大，最终导致经济危机的出现。从而在古典经济学基础上，实现了解释现实情况的完整框架。

图 1-1 显示了在《通论》后古典经济学与“动物精神”不同路径的演变；图 1-2 则表明了两种路径的经济学框架所能解释的真实世界范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

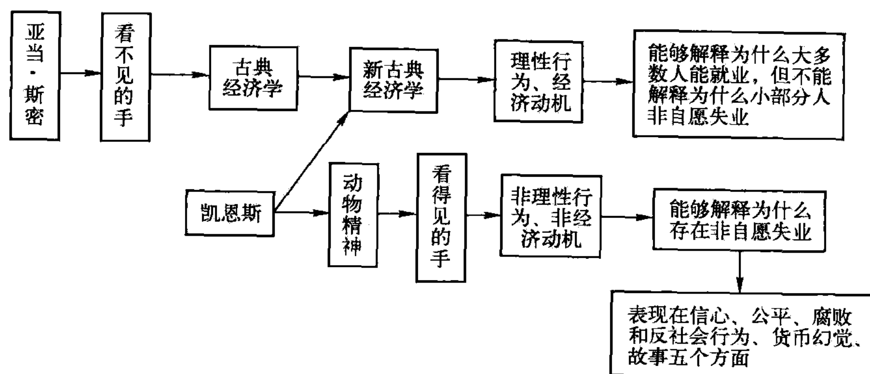


图 1-1　经济学发展的两种路径

	理性行为	非理性行为
经济动机	现有经济学能解释的部分	动物精神能解释的部分
非经济动机	动物精神能解释的部分	动物精神能解释的部分

图 1-2　两种经济学框架所能解释的范围

投资理念陷阱四：时间是有价值的吗

大部分人都同意时间拥有价值这一观点，所以就会单纯地以为只要买入、持有，就可以享受时间价值，可经过分析，我们会发现，时间可以产生价值，也可以消磨价值，这其中的道理还很复杂。本小节的讨论希望能理清投资者心中固有的理念，使我们能够明白，等待与煎熬未必是有意义的。

复利，是价值投资者的利器，是滚雪球的基础条件。价值投资者声称复利是最伟大的发明，认为只要把金钱放到时间机器中，财富自然会像滚雪球一样不断膨胀。这堪称价值投资者手中最核心的理论武器，也是很多投资者轻视赚取价差的理由，他们认为用复利滚雪球，不但收益可观，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且简单易懂，实乃赚钱发财之必备良药。

然而，请注意，实现复利滚雪球要具备两个条件，一是时间要足够长，二是在这段时间里要有正复利。而恰恰是第一个条件，导致了对很多投资人的误导，使他们认为只有长期持有才是价值投资，这在前几个小节中已有讨论。这里的症结就在于他们忽视了第二个条件是否成立。而这第二个条件，其实是另一个角度的时间价值问题。我们会看到，在导致一件事情产生一个结果的因素里，多数人往往只关注于被人有意引导的因素上，别人告诉了什么，他们就听什么，而且没有过滤，没有分辨，只有相信与盲从，却忽略了常识该给予他们的种种提示。

常识告诉我们，任何事情的发展过程都是波折的，任何光明的前途，道路也都是曲折的。然而时间，是消灭波折最有效的武器，任何的大事件、大历史都经不起时间的消磨，不论是人物还是事件，在时间的历史长河中很快成为波澜不惊的一个点。但遗憾的是，作为投资者的个人，我们无法把自己放在历史的时间跨度中去寻找自己的坐标，人的生命历程与历史进程相比，太渺小了，因而只能在相对长的期限内寻找价值。而这所谓的相对长期，已经足以让我们有机会经历巨大波折的时间，很多投资者，不是一般都把一年以上称为长期，一月以内为短期，中间时间段称为中期吗？这些，相比我们提到的相对长期，似乎还没有可比性，甚至不值得一提。简单来说，像一条经济曲线一样，我们生存在平滑的历史长河中，每天面对的却是巨大波折的时间流水。想象一下，每天发生多少事情，而回头看过去，似乎波澜不惊。

我们把历史长河这样的平滑的时间跨度称为历史时间，把具有波折的流水一样的较短期时间称为流水时间，把一段流水时间组成的波动周期称为波动时间。那么关于时间，这里就存在一个辩证法，即时间是有价值的，并且在平滑的历史长河这个时间跨度内，我们面临的是一个具有固定收益性质的平滑收益率曲线，这很像一条长期国债收益率曲线，收益率总是正的，而且长期是向上增长的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而辩证的另一方面，即在具有波动属性的波折时间跨度内，时间可能是有价值的，也可能是没有价值的，甚至，时间是会消磨价值的。虽然这个波折时间跨度内的平均收益率或许可以与历史时间的平滑收益率相拟合，即波折时间跨度内的平均收益率接近于历史事件的平滑收益率，但是对于具有“短暂”生命时间的投资者来说，他们的投资生涯可能会经历多个“波折”的时间跨度（市场老手、专业投资者或老散户，经历了多个牛熊转换），或许只经历一个跨度内的向上或向下更小的时间段（一般散户，无论输赢，打一枪就跑），**这个时候，所谓的时间价值或许只能是个伪命题，因为许多投资者根本不具备经历一个完整的、波折的时间周期的条件，而只有时间足够长，收益曲线才可能平滑，因此对于他们来说，时间可以有价值，也可以没有价值，时间价值可以为正，更可以为负。**

以上所讨论的时间价值的辩证法，**实际上就是长期时间正收益的平滑收益率曲线所代表的时间价值，与非长期时间（波动时间与流水时间）不确定收益的震荡收益率曲线所代表的时间价值之间的辩证关系，这种关系告诉我们，对应于不同的时间跨度，时间是否有价值是不确定的，即使有，时间的价值也是不同的。**

而现实总是悲惨的，那就是投资者面临的投资时间跨度，必然属于波折时间甚至属于流水时间的范畴，而这个时间跨度面对的就是波折的收益率曲线，这时**对我们来说有意义的就不单纯是时间的价值问题，更有意义的是时间有无价值的问题。因为，有时时间没有价值，有时又有价值，有时负价值，有时正价值。**而对于专业投资者来说，我们面对这样的时间价值曲线，要做的仅仅是买入、持有、等待吗？这或许对，但太武断了。因为这个假设需要投资者能够跨越足以平滑收益率曲线的时间长度，而多数人却没有，这时，单纯地用持有时间来定义价值投资，则走进死胡同了。

所以说，我们认为巴菲特是幸运的，在他几十年的投资生涯中所经历的若干波折时间区间中，恰好多数都属于时间有价值，而且在很有价值的范围内。在他所在几十年内，经历了世界的工业化繁荣与信息化繁荣，第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二次世界大战后美国的复苏、繁荣与兴起，黄金30年奠定了它世界经济头把交椅的地位，技术创新与企业赢利迅速发展，俯仰皆是拥有强大复利动力的投资标的，拥有慧眼的巴菲特，借势崛起。这样的时期在美国目前也是唯一一次，对比一下近现代中国，可能唯一能与其媲美的，应该就是改革开放的这30年了。可惜的是，当时我们的证券市场才刚刚开始，距离成熟完善还很远，几乎找不到拥有复利的投资标的，因此即使时间有价值，却也没办法享受到这个价值，所以我们在中国找不到依靠投资登上富豪排行榜的人物，和巴菲特比起来，谁能说这和运气无关呢。当然，在中国过去的30年，资本市场没有找到拥有复利的投资标的，在房地产市场则批量出现，这是一个行业的繁荣，时代的时间价值，加上行业的强大复利，造就了现在富豪榜上遍地的地产商人。

意识到我们所面临的时间跨度具有的收益率波折的特征，自然就能在调整资产配置时放下背弃价值投资的心理包袱了，**时间有价值时我们自然可以做价值投资，时间没有价值时，我们只有背弃时间，才是价值投资。**

我们转过头来再讨论下我们所面临的波折时间与流水时间的特点，一是收益率曲线波折，不平滑；二是可能不具有正向价值，还能消磨价值。而所谓价值投资者，或者声称是价值投资的投资者，我们要实现所谓的价值投资，一是要找到平滑收益曲线，二是要确保正向时间价值。

收益率曲线，从我们面临的不同的资本市场来说，依然有相当复杂的不同，比如，相对于美国的成熟市场，中国要波动得多，而相对于中国市场，埃及的市场或许更波折。相对于债券市场，股票市场要波折得多，而相对于股票市场，期货市场则更波折。相对于大盘蓝筹来说，中小盘要波折得多，而相对于中小盘，新股似乎更波折。面对着复杂的不同属性的收益率曲线，我们如何平滑它呢？这应该就是资产配置理论兴起的原因吧。这个理论不仅通过不同资产进行组合配置从而降低风险，事实上也是平滑收益曲线的实现手段，投资常识告诉我们，高收益必然伴随高风险，当资产配置将组合风险降低后，高收益和低收益都会被整理成平滑收益，这也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是波折收益率曲线的平滑过程。

寻找到平滑收益率曲线后，是不是就大功告成了呢？无数半瓶水的价值投资者或许就是这么认为的，持有这样的组合，盼望着时间的流水赶紧哗哗地流淌，财富的雪球迅速地膨胀。然而常识告诉我们，雪球能向下滚，也能向上滚，向上滚一波，财富被消磨掉一部分。所以，工作才刚刚完成一半。**另一半的工作就是寻找合适的时间点，确保你所面临的未来时间段的时间价值是正向的，是增值的，而不是负的，是使价值消亡的。**所以，在较长的、具有较大波折的资本市场动荡时期，进行资产配置调整，是理所当然的。在这方面具有较大影响的应该首推“投资时钟”理论了吧，这个理论所分析的投资周期，是一个投资者投资生命周期中可以等待或度过的合适的时间跨度，长度基本符合 10 年左右的经济中周期，在这个跨度中，依据经济形势、通胀等因素，确定什么时候进行哪类资产配置，以选择好合适的时间点，简述一下，供大家参考。

“投资时钟”是美林创建的一种将经济周期与资产和行业轮动联系起来的方法（见图 1-3）。它将经济周期划分为四个不同的阶段——衰退、复苏、过热和滞胀。每个阶段都对应着表现超过市场的某一特定资产类别：债券、股票、大宗商品和现金。

在衰退阶段，经济增长停滞，超额的生产能力和下跌的大宗商品价格驱使通胀率更低，企业赢利微弱并且实际收益率下降。中央银行削减短期利率以刺激经济，导致收益率曲线急剧下行。此时，债券是最佳选择。

在复苏阶段，舒缓的政策起了作用，GDP 增长率加速，并处于潜能之上。然而，通胀率继续下降，因为空置的生产能力还未耗尽，周期性的生产能力扩充也变得强劲。企业赢利大幅上升、债券的收益率仍处于低位，但中央银行仍保持宽松的货币政策。这个阶段是股权投资者的“黄金时期”，股票是最佳选择。

在过热阶段，企业生产能力增长减慢，开始面临产能约束，通胀抬头。中央银行加息以求将经济拉回到可持续的增长路径上来，此时的 GDP 增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率仍坚定地处于潜能之上。收益率曲线上行并变得平缓，债券的表现非常糟糕，股票的投资回报率取决于强劲的利润增长与估值评级不断下降的权衡比较。此时，大宗商品是最佳选择。

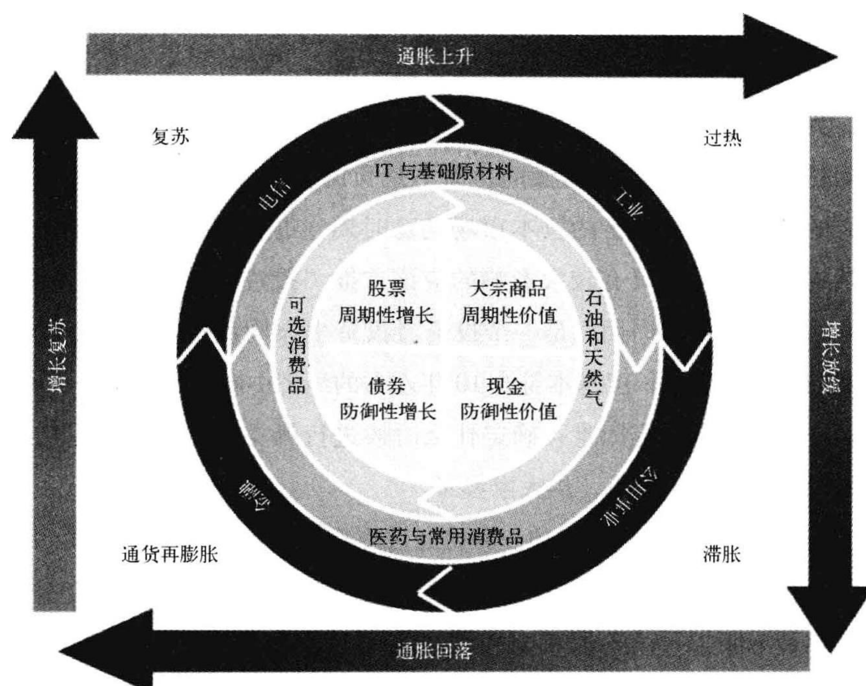


图 1–3　投资时钟

在滞胀阶段，GDP 的增长率降到潜能之下，但通胀继续上升，通常这种情况部分原因归于石油危机。产量下滑，企业为保持赢利而提高产品价格，导致工资—价格螺旋式上涨。只有等通胀过了顶峰，中央银行才能放松货币政策，这就限制了债券市场的回暖步伐。此时，企业赢利恶化，股票表现非常糟糕，现金是最佳选择。

整体来说，用两个几乎开始折旧的词吧，择股与择时，**其实对于一个专业投资者可以跨越的时间跨度来说，资产配置理论属于择股，就是选择配置的资产类型和方式，而投资时钟偏重于择时，在什么时候该做些什么。**

以上的讨论，来源于我们只执迷于在时间价值的基础上讴歌复利，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却忽视了常识告诉我们的，时间有价值，也可能没有价值，更可能消磨价值。只有时间价值和价值时间的辩证法，才符合价值投资的真实理念吧。也只有复利与有价值时间的相结合，雪球才能越滚越大，而两者换一个组合，则一定没这么乐观了。

最后，我们再来看一下图 1-4：

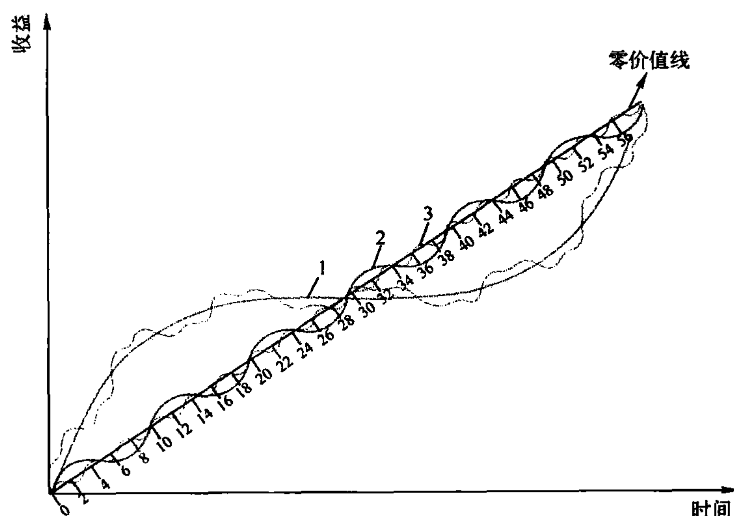


图 1-4 时间周期

注：标注 1 的线表示历史时间，标注 2 的线表示波动时间，标注 3 的线表示流水时间。

图 1-4 为我们制作的时间周期示意图，或许有读者看着这张图很眼熟，是的，这是我们依据熊彼特的三周期嵌套原型图做的一个改变，原图为水平方向的，笔者将其向上旋转 45 度，成为一个可以代表历史时间周期与流水时间周期的示例。之所以这么做，笔者觉得经济周期理论与我们提到的历史时间及流水时间太相近了，而且事实上，关于时间的分类也是借鉴周期理论的分类。经济周期中的长周期称为康德拉季耶夫周期，一般为 50 年左右，我们把它意会为历史时间。中周期称为朱格拉周期，一般为 10 年左右，我们将其意会为波动时间。短周期称为基钦周期，一般为 3 年左右，我们可以将其意会为流水时间。需要注意的是，历史时间、波动时间或流水时间是否具有价值，与经济周期处于哪个阶段是密切相关的，复苏与繁荣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经济周期，更容易赋予时间价值，而衰退与萧条，则更容易消磨价值。但时间周期与经济周期的长度，可能并不是同一个概念。一个历史时间的周期中，包含着若干波动时间周期或更多的短周期。在历史时间周期趋势上看，其时间价值是可以确定的。而在波动时间周期内部，则经常有波动，从图中可以看到，流水时间在零价值线的上下波动。

本图横轴为时间，纵轴为收益。从历史时间来看（标注为 1 的曲线），长期的收益为正并且稳步上涨。而从波动时间（标注为 2 的曲线），虽然长期趋势与历史时间相吻合，但在其自身周期中，却围绕零价值线（标注为 3 的曲线）震荡，这意味着在波动时间周期内部，有的时间有价值，有的时间无价值，有的时间价值为正，有的时间价值为负。标注为 3 的曲线则是更短的时间即流水时间，其波动更为剧烈，面对这样的时间属性，我们甚至无法判断时间的价值问题，这也是经过多年投资经验的积累，众多投资者被迫放弃短线，而改为中长线投资的原因吧。

再简单结合一下 A 股市场，简单地来看，2005 ~ 2007 年为典型的时间有价值时期，并且价值极高。2008 年为典型的消磨价值的时间范畴，而且价值损害极大。2009 ~ 2010 年为时间有价值，2011 年则时间消磨价值。

投资理念陷阱五：投资研究就是研究指标吗

大家都会有一种经历，我们在对市场进行一种判断时，总有人站出来，说 CPI 怎样怎样，GDP 怎样怎样，所以你的观点是不对的。作为一名投资者，面对这种争论是常态，而争论的结果却往往是大家都糊涂了，而对投资判断却没有什么帮助，徒增烦恼而已。这里存在的问题就是，投资者经常因为纠结于路边的一块石头，而影响自己对方向的判断，因为路上的风景而耽误了自己的行程。本小节就是讨论市场逻辑与观测指标的关系问题，希望能让大家意识到，哪个才是最重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有位哲人说过，一个傻瓜的问题，十个聪明人也解释不了。某位高学历兄台追问笔者到底用什么指标衡量通货膨胀，实在不想纠结于这种对投资毫无帮助的问题，于是选择拒绝回答。

在投资领域有很多研究员也是这样，花大量的时间与精力，纠结于各种各样、各种来源的数据、指标等，其记忆数字的能力一般超乎常人，甚至5年的经济数据都可以倒背如流，开研讨会时，往往自满于和对方比试记忆的能力，挑对方的记忆错误。但5年的数据在他们眼中，往往只是点的数据，他们却看不到这些点连起来所预计的趋势，这真是令人惊奇。在他们的潜意识中，投资研究就是研究各类指标，而对指标的判断则主要来自主观判断。例如GDP预计会有下降，就会很担心，食之无味，如果硬着陆怎么办，可真是糟糕。然后数据出来后，跌幅比预计得轻，则又很痛苦，这意味着通胀还会很严重，这可怎么得了，真是太糟糕了。天哪，有能让他们乐观起来的事情吗？悲观是命运注定的？所以痛苦与烦恼，多数情况下都是自找的，于是，我们把他们作为反向预警指标，一旦他有乐观的倾向，就要立即卖出。

我们这位仁兄，认为每个研究机构的指标或数据都有问题，整日电话指责其错误。而对于他的问题，我们的答案是，他提出了错误的问题。**其实真正的问题不是用什么衡量通货膨胀，而是什么时候通胀才会是个问题，什么时候又不是。当它是个问题时，什么指标都能说明问题。当它不是个问题时，用一万个指标也毫无意义。**

举个例子来说，一件事情的结果往往只有一个，但是造成这个结果的因素却往往非常复杂，而这些因素与结果往往都有一定程度的因果关系，并且非常多的因素的因果性相当之高，比如一只尽职的鸡的叫声，可以与太阳升起有接近百分之百的指向性，但常识却告诉我们，太阳不是鸡叫起来的，否则哪天鸡不在了就惨了，我们再也没有阳光了。**但是我们在进行分析时却往往犯这种常识性的错误，即经常性错误地选择了主要矛盾，把次要因素甚至不相关因素的作用放大，掩盖了真正的主要矛盾。而更低级**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经常性的错误则是，在分析已经错误的主要矛盾时，使用了错误的主要指标，比如纠结于每天鸡叫的次数、声音的大小，用以预测和解释太阳升起的早晚。这样的问题，就是之前那位兄台的问题所在了。

所以看资本市场，**首先要判断什么是当前的主要矛盾，然后用主要指标数据去分析，看看什么时候处于什么状态，是开始还是结束，是底部还是顶部，在进行中还是处于转折点。**这是关于主要矛盾与主要指标的辩证法。比如太阳升起，主要矛盾是地球的自转与公转，然后计算相关指标去预计明天太阳何时升起，这是可以做到的。北京天安门前每天的升旗时间，就是通过计算太阳升起的时间而确定的。而主要矛盾与主要指标，又因各自的适当与否而形成不同的组合，导致不同的判断结果。正确的主要矛盾与正确的主要指标导致的结论当然是最完美的，伤害最大的两个组合是错误的主要矛盾与正确的主要指标或正确的主要矛盾与错误的主要指标，而前者所造成的结果或许好一些，因为错误的主要矛盾经过市场的验证，较为容易发现其对与错，纠正也比较容易，因为逻辑错误是最容易发现的，甚至可能歪打正着，与市场趋势相一致。而后者伤害可能更大一些，其判断符合市场逻辑，但主要指标错误导致方向相反，损伤必然最大。至于错误的主要矛盾与错误的主要指标组合，天知道会怎么样，愿上帝保佑它。

还有一个问题是需要阐述的，即**这里所谓的主要指标，并不仅仅指数据指标，还要包含很多政治、情绪等方面因素的逻辑与主观考量，这是因为，资本市场的背后毕竟是人在把握，而只要是人就会有情绪，这也就是我们之前提过的动物精神。而如果有很多很多的人，必然就会有政治，而中国的资本市场，更适用的是政治经济学，而不是单纯的西方经济学。**比如 2011 年的市场，通货膨胀是主要矛盾，但如果我们只是紧盯食品、CPI、货币投放等数据指标可能就有失偏颇了，再扩大到去看旱灾、埃及动乱等则是走得更远了，不是说这些因素没有影响，而是说他们不是主要矛盾，也不是解释主要矛盾合适的主要指标。其实，这时我们还应该关注政府的表态，比如现在电视上逢开会必谈通货膨胀，统计局也恰好选择这个时机去修改 CPI 权重，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是为什么？一是说明通货膨胀很严重，可能比数字体现得还严重。二是说明政府下了决心，通胀问题一定要解决。而修改权重之后的通胀数字低于预期，却使投资者情绪有所缓和，没有像预料的那样对此不屑一顾，促使股市有了一波小小的反弹，这说明市场对于主要矛盾的解读往往出乎我们的意料，即使我们的理解是对的，却不能保证投资者也理解对，使我们虽猜到了开头，却没猜到结局，所以情绪也是主要指标之一。当然，这里的最大价值在于，我们会发现投资者的解读与我们所认为的问题实质产生偏差，而这个偏差对于我们做出判断大有用处。如果问题比市场解读的还要严重，那么这个时候，我们就没有理由去追高而能够淡定地等待市场自己再走下来，而不用焦虑地去看、去猜、去回忆今天的鸡叫与以往有什么不同。

资本市场的主要矛盾与主要指标，是一组辩证法，我们常识性的错误总是来自于，要么错误地选择了主要矛盾或者主要指标，要么就是混淆了这两者的界限，把投资研究简单地定位为指标研究，筑了一道围城把自己围起来，别人进不去，自己也出不来。如果是做经济研究，为经济政策献计献策，这无可厚非，因为这不会产生太大的实际损失。但如果是为投资决策提供支持，则还有很远的距离。开头的例子，那位仁兄认为 CPI 可以衡量通胀，未必错，但能依据它做买卖的决定吗，这是把 CPI 而不是通胀当做资本市场的主要矛盾了，其实如果按常识来思考，如果是前者，那统计局不就可以承担解决通胀的重任吗？

资本市场的主要矛盾与主要指标，一般来说，主要指标中的数据指标部分有些经济学基础就足够了，概念与数据要容易处理得多。而主要矛盾及主观性的重要指标，或许得要若干年的经验，而且还要勤奋，善于思考并有时间的积累才能有所收获，所以，经验丰富的投资人才会被视为我们的宝贝。

当你知道怎么走路时，只是刚刚开始，当你知道往哪个方向走，才是真的上路了……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资理念陷阱六：安全边际就是价格吗

本节我们要谈的，是一个至关重要的问题，因为这可能是某一类投资者得以在资本市场长久生存的根本。这类投资者可能普遍比较胆小与谨慎，做任何事情之前都要反复推演，考虑会有什么后果，会有什么变数，该怎样应对等，这经常是个优势，因为很多事在意料之中，处理起来得心应手。可有时这又是个劣势，因为他们的行为往往看起来气魄太小，格局不高，总也赚不到大钱。这类投资者严守的准则就是安全边际。

这是一个投资者很熟悉的概念，可是在基本概念的理解上就会有误区，更不提在应用上了。一百个人眼中，有一百个哈姆雷特。一百个投资者眼中，会有不止一百个安全边际的定义。所以，本节就来讨论一下何为安全边际，以及安全边际的表面下，有什么样的常识性陷阱。

安全边际概念的澄清

虽然大家对安全边际这个词可能很熟悉，但我认为仍然很有必要先明确这个概念，因为这里就经常存在一个常识性陷阱，我们可能被我们所知道的知识又一次愚弄了。

学过经济学的人，或者通过投资行为而接触经济学的人，都会了解一个词就是边际效应（marginal utility），有时也称为边际贡献，是指消费者在逐次增加一个单位消费品的时候，虽然带来的总效用仍然是增加的，但单位效用是逐渐递减的。这是传统经济学的经典理论之一，也是整个经济学体系的基石，在这个基础上才有所谓的投入与产出、价格与成交量等广泛存在的所谓均衡问题。就是说，没有边际效应，就不会有均衡。所以，边际效应对经济学的重要性可见一斑，没有边际效应，就没有西方经济学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而这里的问题就在于，正是因为其重要性，它的理论深刻印在我们的头脑中，自然的，就会下意识地认为，边际就是这个意思。那么再提到安全边际，那自然就是安全性方面的边际效应，还有什么好说的?

恐怕读者已经意识到，可能又一个常识性陷阱出现了，你以往接受的知识，直接与你面对的新情况相关联，并对潜在的新信息予以挤压与替代，使得你根本就没有意识到，你不知不觉地丧失了接受新信息的能力，而直接用旧有信息并套用，又一次落入了常识性陷阱。

据《新华词典》的解释：边际，就是边缘、界限（多指地区或空间)。简单至极。之所以前文说了这么多关于经济学的边际概念，就是希望大家能更深刻地意识到，有时正确的就是恰当的，而不一定是复杂的。所以，所谓安全边际，就是安全的界限，安全的底线。不过我要承认，安全边际之所以这么流行，和经济学意义上的边际效应关系很大，无形中沾上了流行元素吧。还有就是著名投资大师塞斯·卡拉曼所著的经典投资书籍的英文书名就是 *MARGIN OF SAFETY*，所以我们也更加接受安全边际这个词了。只不过本书的安全边际概念，可能与大师的概念并不相同。

安全边际原则的地位

明确了安全边际的概念，我们就可以深入探讨了。这个话题之所以铺垫这么多，纠结这么久，就是因为它是一个重要的投资原则，足够的安全边际，套用一句台词来说就是“安全第一”。拿打仗来说，这类原则属于坚守阵地型，在这种情况下，能得到的只是进攻的敌人留下的那点战利品，不大可能会如向敌人发起进攻那样，攻城略地，建立奇功。但好在相对而言，坚守阵地的代价小，一般不至于拼老命、压血本，很少会有盖世奇功，但也不会死无葬身之所。勇敢的人认为遵循此原则显得怯懦，激情的人认为其显得平淡，强大的人认为其显得软弱。可是，在资本市场这个战场上，投资者也需要知道害怕，更需要善于害怕，害怕任何风吹草动，害怕任何预料之外，而唯一能让投资者安心的就是安全边际，安全边际就是大家的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马其诺防线，只要有足够的安全边际，就像是有了坚固的战壕，不论风吹雨打，都能闲庭信步。可能安全边际原则会让人觉得过于平庸，但能让我们聊以安慰的是，在大战之后，那些从生死关头活着走出来的人们，一定都是那些遵守安全边际的人。

安全边际误区

下面继续澄清一个广泛存在的误区，即我们所说的常识性陷阱。**这里的常识性陷阱是将价格当做股票的安全边际，而往往越是经验丰富的投资者越容易深陷这一陷阱不能自拔。**他们往往在长期跟踪一只股票之后，一旦遇上价格暴跌，则经常按捺不住喜悦之情，以为天赐良机，匆忙杀入，也因为自己的密切关注和深入研究而有恃无恐，结果往往抄底抄到了天花板。一般来说，价格下跌都会有不同的诱因，要么是大盘的系统性风险的打压，要么是突发事件的非系统性风险的释放。这时需要判断价格下跌的诱因到底是什么，然后理解这种调整是否合理，如果判断是非理性调整，才可进入。但是一方面做出判断很难，事件往往是突发事件，短期内得出结论很仓促，出错概率大。另一方面在群体恐慌时，保持独立情绪很难，不做出羊群跟随行为已是难能可贵了，更不要说反向操作了。

比如发生不久的瘦肉精事件，在大幅下跌之后，开始有投资者尝试进行抄底双汇发展，因为60元左右的价格，是他们跟踪很久以来难得的低价，因为在前期资产注入预期实现后，价格曾达96元，相较而言现在已经下跌38%左右，在大盘平稳的情况下，这个空间给予了很高的安全边际，所以买入是合理的。可是问题在于，大家都注意到了低价，也注意到了负面事件的冲击，却依然对其影响的深度与广度难以判断，出错概率极大。比如，从影响程度的深度看，我们不妨扪心自问，再去市场上买猪肉，两个品牌之间，你还会不会去买有瘦肉精的品牌？相信众多消费者都会选择不买，至少暂时不买，这当然就会直接缩减该企业的营收，在缩减程度不确定的情况下，很难确定现在的价格是否合理，即使估值合理，但如果赢利急剧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下滑，这也不再是抄底的理由了，因为伴随赢利下降，则每股收益下降，作为估值的分母，相当于变相推高估值水平。所以虽然双汇目前动态市盈率为35倍左右，相对于其历史估值比较合理了，但一旦半年年报显示其赢利亏损较大，现在的动态35倍市盈率，就有可能变为动态50倍，这个估值水平，可以说没有任何吸引力。

同时，从影响的广度看，我们很难判断这次事件的影响会持续多久，会不会使消费者对公司的信心就此丧失，上市公司直接被打垮。再严重一点，会不会进而对整个肉食行业产生影响，使行业整体受到打击，比如“禽流感”时期，居民放弃食用鸡肉，使得养鸡行业遭遇严重危机。如果是这样，是否养猪行业也会受影响？众多因素的不确定性极大，很难认为此次调整就是非理性下跌，而且从目前表现看，似乎合理性更强，如果是我，一定会放弃冲动，在外面喝茶观望。

其实从逻辑上看，把下跌的价格当做安全边际，就相当于用价格给价格做保障，自己给自己做担保，安全性可想而知。一个企业可以赢利，但也有可能亏损，如果发生亏损，意味着花钱买亏钱，从一定意义上说，价格可以到零，对于60元的高价，谁能知道哪里是底部呢。这个时候，从安全边际的角度出发，反倒应选择观望，因为不确定性太强，而追求确定性，才是符合安全边际的逻辑。

安全边际体系整理

澄清了误区，并不代表我们的头脑是一汪清水了，很多人头脑中所谓的安全边际，仍然是混乱的。人类的特殊思维，决定了人与人之间的不同，所以才会在一百个人眼中，有一百个哈姆雷特。但是一百个投资者眼中，会有不止一百个安全边际的定义。为了便于大家理清自己的安全边际概念，我们尝试对各种安全边际做一个梳理，以利于我们澄清头脑中那些混乱的思维。以下这些安全边际的种类，就好像一道道战壕，抵御着不同程度的下跌，也酝酿着不同程度的上涨，应用差别就在于，大家打算在怎样的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场状态下选择什么时候把自己的诺曼底防线建立在哪条战壕后面。这里面的学问很深，难度也很大，防线太靠前，受到的冲击越大，遭受损失的可能性也越大。防线太靠后，安全性越高，但也容易离前线太远，虽不会被炮弹击中，但也很难打到鬼子。实际上，安全边际的应用，是一种大策略。

1. 估值的安全边际

估值是这个市场中通行的标尺，一般来说，估值方法有很多种，其中包括同类公司估值比较、历史估值比较、不同区域估值比较等，这在本书中还会深入讨论。这样的相对估值方法，何尝不是寻找安全边际的方法呢。比如从同类公司估值比较看，一个有前途的公司，有可能成为龙头2.0的公司，那么龙头1.0的估值可能就是它的安全边际[⊖]，因为在正常市场环境中，因为它的成长性、它的规模潜力、它的故事想象力等，市场往往更愿意给它超出龙头1.0的溢价，那么此时对照龙头1.0的估值，自然具备安全边际效用。发展中国家整体市盈率要比发达国家高出一节，也是由于其成长阶段不同所获得的溢价不同，这属于不同区域的估值比较问题，此时，发达国家的估值，就可成为发展中国家的估值安全边际。还有我们常用的就是把一只股票或一个行业的历史估值找出来，看看目前估值所处的阶段是高了还是低了，如果达到或低于历史均值，我们则认为估值具有安全边际，这是历史估值所赋予的。

围绕估值还有很多方法，只是因为这是通用的标尺，所以用的人很多，而这导致的结果是，一旦有条件超预期，估值形成的安全边际是最脆弱的。比如基本面超越预期的坏，甚至比历史上更坏，那么估值的历史安全边际则毫无支撑可言。再比如业绩超预期下滑，则原本较低的估值也可能瞬间变成较高的，原本的地板变成天花板。再比如，行业所处发展阶段变化了，像风电行业，一开始几年投资者将其定位为新兴产业，理应享受新兴产业

⊖ 这里的龙头1.0意为第一代龙头，或现有龙头。龙头2.0意为有能力、有潜力的龙头替代者或龙头新晋者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的高估值，但在迅猛发展后到现在，已经逐渐转向一般制造业，估值水平从新兴产业的50倍向一般制造业的20倍回归，也是理所当然的事，这时之前几年形成的高估值均值，也没有代表意义，也丧失了安全边际的意义。看到了这些条件的潜在变化，我们才猛然发现，原来估值这东西也是动态的、善变的、不确定的，相信它与不相信它风险一样存在，问题只是在于，你对它的理解有多深，越是了解，使用时才能避开常识性陷阱，它才会为你服务，而不是让你陷入不能自拔。就像李小龙的双节棍，了解了，用好了，它能夺人兵器，进可攻退可守。不了解，不会用，反而会伤了自己。

2. 不同类型投资者的安全边际

第一道安全边际为首发价即 IPO 价格。

首发价代表了原始股东之外的多数市场投资者所认可的股票当期价格，且由于 A 股一直以来新股都会有一定收益，因此我们往往有打新的传统，也致使大家认为首发价具有一定安全边际，至少在一般情况下，上市交易后的一段时间内能获得适度收益，被认为是首发价合理或较低的重要依据。这是原始股东之外的多数投资者的一个心理价位，对于我们来说也是第一道安全边际。但由于这个市场依然被严重操纵，真正决定首发价格的所谓机构投资者有时也被迫抬高报价，因为低价有被劝退的可能，再加上 A 股特有的打新传统，使得首发价被炒得很高，现在的创业板就是案例，结果一是上市就破发，投资者自己打破自己的安全边际。二是上市后不久破发，能逃的先逃，不能逃的被套，新进入者形成新的安全边际。

第二道安全边际来自于增发价。

增发价是对于当前市场价格的确认，因为只有投资者认可这个价格，才会愿意拿出真金白银支持增发。一般增发分为定向增发和非定向增发，定向增发一般保持在 10 个股东的范围内，而非定向增发参与者范围则较广，从这个意义上来说，定向增发所确立的安全边际比非定向增发要更坚固，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为前者代表了机构观点，攻守同盟较为坚固。而后者同盟更加松散，可靠性低。并且，定向增发代表了大股东意愿，如果有利可图，才会促使上市公司实施定向增发，否则的话，宁可冒着股份被稀释的风险也要进行非定向增发，这往往是无奈之举，一面是上市公司急需资金，一面是定向增发无利可图甚至存在风险。

但定向增发也有自己的问题，一方面这依然是可被操纵的，比如众多股票增发之前的价格都有一定程度的增幅，这是因为公司自身为了实现更多的再融资进行的操纵。即使公司没有操纵，市场也会认为他们会操纵，或者有操纵的可能，因为他们有这个动机，基于这个预期，投资者也有动力去把股价推高，做个短炒。另一方面既然做增发，说明公司本身有增发成功的信心，说明投资者认可目前价格，而且拿到资金对公司也是好事，也有理由把价格推高一下。所以，这道防线，经常会有被人为向前推进的可能，自然安全性有所降低。即使如此，众多的数据分析表明，多数情况下，参与定向增发可获取绝对收益。

第三道安全边际来自于大股东增持价格。

增持价格代表了大股东所认可的股票当期价格，要么认为目前价格便宜，要么认为未来会更高，否则没有理由在这个时机进行增持。所以要对大股东增持的动机进行分析，看其是出于价格合理因素，还是出于其他战略考虑，比如想增强控制力或争夺话语权等。但一般而言，即使是出于战略考虑出发，价格也会是一个考量因素，因为他们有时间有耐心，可以等待，在这个时候动作，自然有其道理。因为大股东相对于增发股东而言，利益相关性更强，因此把增持价格放在增发价格之后，作为第三道安全边际。大股东增持价格的安全边际，确实是有事实支撑的，众多经验表明，产业投资者是资本市场中最沉得住气的那一批人，他们的出手往往代表着底部区域的来临，大家可能还记得 2010 年汇金增持各大银行的股票吧。2011 年以来市场不断震荡寻底，至 2011 年 6 月以来，宣布增持计划的公司已有几十家，这意味着产业资本认为目前回购股份的收益要高于产业资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率，否则无利可图。而资本市场收益率低于产业资本收益率，也就意味着市场跌过头了，自然意味着离底部也就不远了。

第四道安全边际为股权激励价格。

前三道防线都来自于股东的持有价格，而股权激励价格则来自管理团队的持有成本。一般股权激励计划有两个要件，一是获得股权的条件，一般会设定公司的业绩目标，达到了则管理层获得股份。二是股份的行权价格一般事先规定，在股价到达之前，激励股权只是纸面财富。这两个要件一方面设定了公司业绩目标，另一方面也把二级市场价格与业绩挂钩，使得价格反映业绩效率更高。因为一般而言，管理层是决定公司业绩超越预期的核心力量，而要实现股东的行权机构——董事会所设立的目标，只是符合预期而已，相对来说，超越预期自然更有吸引力。当然，也有很多公司实际控制人同时也是管理层的，但这并不妨碍他们共同的利益目标。

股权激励价格属于管理层对股价有诉求，这背后的动力促使我认为其坚固性甚至超越前三条，而成为第四道安全边际。当然，这其中的风险在于道德风险，或突发情况导致的实现目标无望后的反向行为，如隐藏收益等。因此从安全边际的有效性看，股权激励价格的有效期短一些，并且足够坚固，但比较脆弱，缺乏弹性。要规避道德风险的最好手段，当然是还是从道德的角度去寻找。从当事人的利益角度衡量较为合理，主要是看股权激励的力度，看激励股权数量的多少，价格的高低。达成目标给的股份越多，则更有吸引力，不只是达成目标所获得利益有吸引力，还在于得不到的机会成本很高，这足以让管理层心痛不已，达成目标的努力程度自是不言而喻。极端点说，如果吸引力足够大，做假账也要达成目标的。

3. 债权人的安全边际

前两大部分阐述了市场的安全边际和不同类型投资者的安全边际，现在简单说明下净资产为代表的债权人安全边际。对债权人来说，其债权最后的保障在于净资产，而所谓流动比率、速动比率之类，只不过是浅层次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的衡量指标，一旦出现问题，这些指标所形成的保障会立刻消失殆尽。从法律上讲，如果公司破产，债权人优先于股东获得赔偿，因此，债权人的底线更低，他们的安全边际的安全性自然更高。并且，债权人获得的往往是固定利率，对上市公司的股票价格不敏感，保证其有良好的心态面对熊市。只要企业运营正常，净资产足以保全债务，自然可以安枕无忧。

记得2008年的大熊市最后，遍地都是股价跌破净资产的公司，这意味着以市场价格收购股权，然后申请破产清算，股东都是会有收益的。所以作为债权人，安全边际的净资产的可靠性要比之前投资者持有成本的可靠性高得多。而且一般而言，净资产也是产业资本的一个心理价位，是弹性极大、灵活性极大的产业资本都有兴趣的价格，我们没有理由没有兴趣。这里有一个典型代表，即具有中国特色的国有企业 MBO（管理层收购），惯例都是以净资产定价，在净资产基础上适当溢价几十个百分点，来作为管理层收购价格。从事后的角度看，这一行为造就了亿万富翁的普遍出现，除了解决了委托—代理困局的制度性解释外，净资产定价的基准过低也是核心原因。所以如果有股票价格跌到净资产附近，且企业运转正常，则可能是市场提供给你的一个私人 MBO 的机会，把握住可以获益极大。

4. 巴菲特的安全边际

巴菲特的护城河理念已经广为流传，下面摘抄的资料简单阐述了护城河理念，它基本代表了顶尖级投资大师心目中的安全边际理念。

1993 年巴菲特在致股东信中首次提出了“护城河”概念：“最近几年可口可乐和吉列剃须刀在全球的市场份额实际上还在增加。他们的品牌威力，他们的产品特性以及销售实力，赋予它们一种巨大的竞争优势，在他们的经济堡垒周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司在没有这样的保护下奋战。就像彼得·林奇说的那样，销售相似商品公司的股票，应当贴上这样一条签：‘竞争有害健康。’”

1995 年在伯克希尔年度会议上，巴菲特对“护城河”的概念做了仔细

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的描述："一座奇妙的、由很深很危险的护城河环绕的城堡，城堡的主人是一位诚实而高雅的人。城堡最主要的力量源泉是主人天才的大脑；护城河永久地充当那些试图袭击城堡的敌人的障碍；城堡里的主人制造黄金，但并不都据为己有。"

在 2000 年的股东大会上，巴菲特进一步解释说："我们将'护城河'的加宽能力以及不可攻击性作为判断一家伟大企业的主要标准。而且我们告诉企业的管理层，我们希望企业的护城河每年都能不断加宽。这并不是非要企业的利润一年更比一年多，因为有时做不到。然而，如果企业的'护城河'每年不断加宽，那么这家企业会经营得很好。"

在 2007 年的致股东信中巴菲特指出："一家真正伟大的公司必须有一条坚固持久的'护城河'，保护它的高投资回报。资本动力学决定了竞争对手会不断进攻那些高回报的商业'城堡'。因此，坚固的防御，例如成为低成本制造商（汽车保险公司 GEICO，好市多仓储超市 Costco）或持有一个强大的世界性品牌（可口可乐、吉列、美国运通），对于持久的成功来说，是至关重要的。"

护城河是一个企业内在的结构性特征，而铁一样的事实告诉我们：某些企业天生就比其他企业优越。优质产品、高市场份额、有效执行和完美管理，并不会自发创造出长期竞争优势。拥有它们固然不错，但这还不够。结构性竞争优势的 4 个来源是无形资产、客户转换成本、网络效应和成本优势。

企业拥有的无形资产，如品牌、专利或法定许可，能让该企业出售竞争对手无法效仿的产品或服务。企业出售的产品或服务让客户难以割舍，这就形成一种让企业拥有定价权的客户转换成本。有些幸运的公司还可以受益于网络经济，这是一种非常强大的经济护城河，它可以把竞争对手长期拒之门外。最后，有些企业通过流程、地理位置、经营规模或特有的资产形成成本优势，这就让他们能以低于竞争对手的价格出售产品或服务。

如果你眼中的一个企业拥有优异的资本回报率以及其中的某一个特征，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，你很可能已经找到了拥有护城河的企业。

我无力评判股神的择股标准，但可以确定的是，作为顶级投资大师所认可的选股标准，自然意味着厚厚的安全边际，这个安全边际即来自于投资标的的特殊属性。

到这里就有必要提醒大家一下，因为我担心在此之前的文字会导致大家将安全边际误以为是消极的防御，在熊市之下一步一步地退却，直到无路可退，割肉逃跑。其实所谓攻守，只在一念之间，攻守的转换也不过是在一瞬之间。有时进攻是防守的最好手段，而有时防守却是最好的进攻。这个世界没有绝对。

5. 动物精神的安全边际

市场是人的市场，人也有动物精神。动物精神一词最早由凯恩斯提出，这理应成为经济学的一支，因为他提出了经济学理性人假设之外，实际上也考虑到人非理性的一面，可惜的是，经济学派为了使经济学成为一门可以计量的科学，逐渐遗弃了不可计量的非理性，使得这一分支发展得极少。在《动物精神》面世后，经济学中非理性的一面才得以重新被人关注，而此时，理性人假设下的西方经济学，正面临极大的质疑。动物精神的主要意义在于，直面人的非理性现实，认为人受恐惧、贪婪等情绪影响严重。

在现实中，在面对面的竞争中，人尚能保持基本的理性，做出局限条件下的合理判断。但一旦不是面对面，则就成了人和影子的对战，而这个影子，其实就是人自己。这个时候，动物精神会被成倍放大，体现出来的就是，要么极度自信，要么极度自卑，要么极度乐观，要么极度悲观。而电子交易下的股票市场，恰恰是一场人与自己对抗的战场，放大的动物精神往往成为压倒骆驼的最后一根稻草。

这种人与自己对抗的属性，促使我们把动物精神放到最后一道安全边际上来，毕竟人才是操纵市场的手，而动物精神则操纵着人的手。但我们面临同样的问题，这是不可计量的，也无法数量化，所以只能依靠经验，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至是预感与本能。在这个市场里混上一段时间，就能嗅到这里面的种种情绪类气息，是狂热，是平静，是疯狂，还是淡定。这个时候，我们要做的一是克服自己的恐惧与疯狂，让自己站到局外冷静观察；二是在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。注意，我们说的是这个时候我们“要做”的，而不是我们“能做”的，因为有时候，对我们普通人而言，那是不可企及的，除了一次次吸取教训，让自己尽量成长，逐渐坚强，真的无能为力了。

之所以把动物精神作为安全边际的最后一部分，有两大原因，一是这是最难以衡量的标准，任何数据或指标都难以证实，人用数据去分析问题，却不能去分析自己，就是因为数据是做线性分析的有效工具，而人的情绪却是非线性的典型代表。要体会这种动物精神，只有靠本能与经验的积累，这也是人类战胜自然，战胜其他物种而暂时胜出的关键所在。人有逃避风险的本能，但经常被美好的憧憬迷惑。经验的积累就是为了拨开这层迷雾，让我们知道什么时候应该恐惧，应该逃跑；什么时候要抗拒恐惧，选择留下。相信经历过 2008 年的大熊市之后，投资者的生存能力会呈几何级数上升，这就是经验的作用。只是世事轮回，时间会让人忘掉历史，忘掉恐惧，所以在下一次大熊市时，一定还会有很多的牺牲者。现在大家可以体会到，所谓的投资，所谓的资本市场，虽说看不见硝烟与战火，但最后赖以打拼的却依然是人的本能与学习能力，可叹这个行业的残酷与艰险。

以上是我们对于安全边际的体系整理，也比较随意地给各类安全边际排了顺序，但事实通常是，他们的顺序会乱，在什么时候哪个安全边际就已证明了安全性，那就是上文所说的大策略问题了。而一旦要上升到大策略问题，就需要有包含基本面、政策面、资金面等大的框架了，难度很大。

写到这里有一些感悟，就是资本市场是个很大的丛林，在这里，百花齐放，百家争鸣，各种方法与学说都可能有它自己的位置，只要它能经得起市场的检验。所谓一招鲜，吃遍天，程咬金三板斧还能打出个大唐半壁江山，在资本市场，只要拥有一招绝技，就可能获取相应的收益。这个丛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林很大，任何种类都可以生存，都可以占据一席之地，狮子占领了草原，鹰却可以直击长空。

安全边际可以说是投资体系中最重要的部分，对很多投资大师及投资者来说，如果要把所有东西扔掉，只剩一条的话，那么他们会选择留下这部分，作为安身之本。对他们而言，安全边际就是他们的一招鲜、三板斧，但这并不保证也一定适合你。所以，在自己的投资生涯中，逐渐地积累与学习，享受快乐与痛苦，逐渐总结出自己的绝招，那时，或许就有机会仗剑天涯了吧。

投资理念陷阱七：预测是投资决策的唯一标准吗

大家对于无数的专家学者的各种预测都已习以为常了吧，每年都会有成批量的预测被各类专家发布出来，可是如果投资者只听他们的，就有可能因判断失误而酿成大错。预测仅仅是万里长征的一小步，要对投资产生作用，还要继续下去才行。从实用角度看，预测的作用是用来形成预期的，而预期的宿命则是被超越，这才有超额收益或超额风险的存在。相对而言，应对超预期的方案比超预期本身更加重要。

每月总有几天会出各种各样的数据，而正式公布之前，耳边听到的，眼睛看到的，总是有很多指向性相当一致的预测数据，稍稍自得一些的专家，总要反复强调这是“我”的预测，日后再列出例子说明，“我”的预测在某年某月判断对了，而某某专家学者错了。而这其中最有意思的就是所谓的指向性一致，因为我们会发现，在任何一个月份的数据预测中，不论是高估还是低估，似乎所有人都一致，就是说，有人先高估或低估了，随后的人也更加倾向于高估或低估，而越是声望大的人，追随者越多。这样的羊群效应，在以理性人为假设的经济圈中依旧未能免俗，且有更甚之势，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为何？怕错，抱团取暖吧。

到目前为止问题还不算严重，但如果在以上的各种预测基础上，投资者做出相应的投资决策，甚至把预测作为投资决策的唯一标准，那可能就犯了形而上学的错误，无意中又落入一个常识性陷阱。这里存在两个问题，一是预测本身是否能轻易实现的问题，二是预测可能被超越的问题。这两个问题，都可以轻而易举地打破以预测为决策标准的美好期望。

预测本身的问题

在预测上，我们往往由现在已经发生的事情，去判断未来还会这样，现在的恐惧，决定了未来的悲观。比如新的 CPI 数据还在 6% 以上，无论如何也是严重的通货膨胀了，那么加息类的紧缩政策就是必然，在政策市的 A 股，现在要做投资决策，逃跑必然是第一选择。但站在现在（2011 年 9 月）的时点上，可能这个投资决策就是错误的，现在确实是严重的通胀与下滑的实体经济相结合，使得我们面临的市场环境很悲观，但经过分析，我们却发现事情正在逐渐变得乐观，因为现在很可能是通货膨胀的高点以及实体经济的低点，未来的趋势则是 CPI 逐渐下降与实体经济逐渐复苏，从基本面上看，现在应该是等待买入的时机而不是卖出的时机。

这里的问题在哪里呢？请注意，严重的通胀与下滑的实体经济这样的形势组合是我们过去某时已经预期到的了，而现实只是实现了我们之前的预期而已，现在的预期实现了，过去的预测也就实现了。而过去的预测，是出于当时所处形势做出的判断。一般来说，如果我们今天预测到明天降温，那么最好今天就把棉衣准备好。如果我们当时做出了悲观的预测，那么当时就该做出卖出的决策，而不是等到现在或未来再卖出。所以依据当时的预测做当时的投资决策，这在当时来说，应该是正确的，但用那个预测来指导现在或未来的投资决策则并不一定正确。现在要做出的决策，依据的应该是现在的预测。而现在的预测则主要依据现在所处的形势做出，那么现在所处的形势依然还是严重的通胀与下滑的实体经济，所以现在还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是需要卖出。这是否正确呢?

我们说，这只对了一半。在过去的某个时刻，我们依据悲观的现实做出卖出的决策，可以让我们免予承受进一步的风险，因为通胀高涨与经济下滑正在进行中。而现在依然还是高通胀与企业经济下滑的组合，但不同的地方在于，由于2010年的基数效应，紧缩货币政策的累积效应，加上食品价格周期的共同作用，通胀快要见顶了，一旦见顶并开始有下降趋势，那么政策调控的空间就有了，政策也就有放缓甚至转向的可能。资金会逐步宽松，会辅助实体经济复苏，从而企业赢利会转好……所以，依据现在依然不好的形势，还要像过去的某一时刻一样做出卖出决策，就过于武断了。这就首先涉及预测的可靠性问题，即我们能否获得准确的预测。

1. 预测的可靠性

多数投资者常会太过固执，以为事物都是线性发展的，过去的逻辑一定会在未来继续发挥作用。就像是下图的平滑曲线一样正态分布，依据之前曲线的方向，就可以判断下一步曲线的走势。这在一定程度上没有错，因为一个趋势的发展必然要持续一段时间，在这个过程中的任何时候，去做出顺应趋势的判断，都是明智的。比如2011年的股票市场，你在CPI冲上5%时减仓是明智的，如果没有，在日本地震时减仓也可以，如果此时也没有，后面还有利比亚战争、高铁事件、通胀严重程度超预期、地方债务平台问题、欧洲债务危机等很多减仓的触发点，这些点的任何地方减仓都是明智的，这是因为，这些负面事件，都属于向下趋势的一部分，都是一个趋势方向上的某一个点。所以，到目前为止，用正态分布这样的线性思维去作预测没有问题。问题就在于，当我们适应并习惯于这种线性发展的过程时，必然会忽略事情新的变化，使我们对线性趋势的终结没有感觉。比如现在的时点（2011年10月），已经有很多事情发生了改变，比如中央汇金公司收购四大行股票，比如通胀可能下个月就降到6%以下等，这些事件与之前最大的区别就是，它们不是负面的突发事件，而是正面的，这就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意味着，趋势开始累计转变的力量，直到趋势转变。

所以，这就像图 1-5 的正态分布曲线一样，投资者经常预测到了第一阶段，获取了收益或规避了风险，却在接下来的向第二阶段转换过程中，丢掉了获得的，或者丧失了获得的机会。平均下来，得到的依然是一个市场平均收益水平。

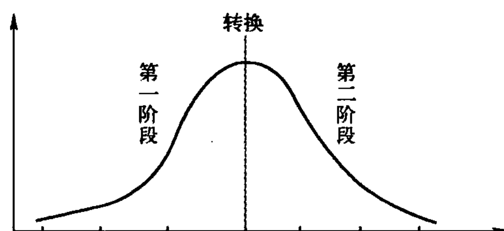


图 1-5

通过这样的对比，我们会发现，依据预测做投资决策，搞得好像预测是投资决策的唯一标准一样，首先的问题就在于，在预测时，我们很难依据不断变化的事实去对预测进行相应的修正，而事情的发展是瞬息万变的。现在的不变，难以预计未来的多变，而现阶段，就是由于立足于现在的预测，可能会丧失了对变化的未来的正确预测，从而导向错误的投资决策。

那么，该怎样认识预测对于投资决策的作用呢？

2. 预测的作用

我们似乎可以先抛出一个观点，预测的作用就在于形成预期。**从预测到预期再到调整预期，其实就是一个投资过程，它们在时间上有先后，在逻辑上有因果，在辩证法上又互相有反身性。**这似乎又是个常识，但知易行难，在这个过程中，我们却总是陷入一个个误区，造成整个投资过程的强行割裂。

所谓预测，是**基于现有条件、综合历史经验与基本逻辑**而建立起来的对于未来的判断。而这样的预测，**是投资工作的第一步骤**，任何投资策略都是基于这种预测。依据这个概念大家就能意识到，我们上文所提到的预测所存在的问题，就在于它满足了基于现有条件，却无视历史经验与基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逻辑，更别提对突发事件的估计了，这是资本市场中90%的投资者进行分析时所犯的错误，应该也是个常识性陷阱——典型的以现在决定未来。这就导致很多人过于关注预测的结论，依据结论决定投资行为。尽管不能说这完全是错的，但一定不完全对，预测的结论确实很重要，但投资者应当更关注预测的逻辑，即预测形成的过程，同时用历史经验去验证。其原因就在于，只有逻辑才能解释转变，而现在的静态事实却做不到。而逻辑与历史经验，恰恰是多数人所欠缺的。

举例来说，下月CPI是多少，预测的结论会给你一个数字，且不同来源的预测其结论都会是一个数字，但我们如何判断此数字与彼数字哪个更准确呢，这时，预测的逻辑才是关键所在。其实，专家与非专家之间的最大不同在于逻辑，一个有逻辑一个无逻辑，一个逻辑严谨一个逻辑松散。专家使用的如果是数量化的逻辑，而一旦能形成模型，则意味着符合逻辑。因为数学上是正确的，逻辑就一定正确，这也是数学之所以在经济学领域被大规模应用的原因，当然，这也和一群总想把经济学搞成科学的人有关。而非专家一般没有逻辑，即使有，也一般是把搜集到的其他机构的预测拿来，主观给个权重，做个平均。关于CPI，如果我们知道通胀是目前市场的主要矛盾，并由此形成了政策紧缩的广泛预期，那么这个数字依然维持在高位就并不会使事情变得更坏，这就是逻辑，如果没有这个逻辑，我们看到接近5%的数字，岂不又会像很多人一样，惊呼大事不好吗？所以，**如果仅仅依据预测结论，而忽略逻辑与历史经验对预测的检验，我们会很容易受到不同来源信息的干扰与蒙蔽，使我们错失了选择更好预测的机会**，毕竟像刚才所说的，拍脑门所得的结论也是一个数字啊。

这样的话，如果抛开预测的准确性不谈，我们觉得预测的价值有二，一是预测的逻辑，不论经济、政策是理性或非理性，总有规律在的，而这个行业中确实有很多值得我们尊敬的人在试图寻找这种规律，而我所关注的，往往看谁的逻辑更符合常识，准确度更高一些，因此，我更加注重的是预测的过程。这一过程中，容易存在两个违背常识的陷阱，比如纠结于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测的结论是否正确，而落在预测的圈子里爬不出来，以预测结果为最终目标，自得于偶尔的准确，刻意忽略经常性的错误。再如过于关注预测的结论，而忽视了预测的逻辑，从而难以分辨合理的预测，甚至会做出本末倒置的判断。

预测的价值之二，即是预测提供了预期的基本基础。在预测完成后，将会依据此预测设计投资方案，而目前工作只完成了一半，因为方案一定不是完美的，而是否对其进行调整，则取决于预期。**如果说有众多投资者在某一预测上形成较为一致的意见，那我们可以说在这一方面市场形成了预期。预期是具有一定程度一致性的预测，如果说预测只是投资者个体行为，那么预期则是投资者的群体性行为。**多数的预期都来源于预测（另外的少数预期来源大致与拍脑门类似，专业点说可以称为直觉），预测错了，预期也就错了，所以，我们的应对方案不仅仅是依据预测而做，更要依据事实与所形成的预期相对照，看是符合预期还是超越了预期，然后才有至少两手准备的对策。那么，我们接下来要说的就是这个问题，预期被超越的问题。

预期被超越

一般来说，预测是投资行为的基础，而预期则是衡量投资行为的标尺，一旦不符合预期，即预期被超越，那么必须迅速调整预期，以此为依据的投资方案也必须进行相应的调整。而新的预期则需要与新的预测相互印证，等待事实的检验，然后依据预期的符合情况继续调整投资方案。这就是我们所说的，从预测到形成预期，再到对预期的调整，其实这就是一个投资过程。

但如果把一个投资过程描述得这样简单，似乎抹杀了从预测到预期这一复杂过程中反反复复的挣扎与纠结。**这其中的关键点在于，预测的价值在于形成了预期，而预期的宿命就是被超越。**

预期为市场的发展提供了一个锁定目标，看市场表现能否会超预期，如果会，就看这种超越预期的结果是好还是坏。超预期是这个市场上最有价值的东西，当然，也是最危险的东西。**超预期是预期的宿命，要实现预**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的价值，它就要被超越，线性的、正态分布的、有明显规律的东西不会给我们带来超额收益，也不会带来超额亏损，而超预期则会。预期就是用来超越的，被超越之后的预期，一文不值。

在众多观点中，现在已经非常流行的“黑天鹅”概念与“超预期”比较类似，我们就借用这个框架来说明一下超预期。按照《黑天鹅》作者纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的观点，**如果我们能预测到黑天鹅，那黑天鹅就不会发生。如果我们明天能预测到，那么说明我们今天就已经预测到了。所以，黑天鹅就是黑天鹅，无法预测，却能用一套机制、方法或预案去做应对。**听起来有些拗口，但细细地品味，则是十分有道理的。黑天鹅无法预测的结论看起来似乎很悲观，但幸好“超预期”与“黑天鹅”属于两个不同等级的概念。黑天鹅被定义为具有意外性、会产生极端影响、事后可进行解释的稀缺事件。与其相比，“超预期”则简单得多，意外性较低、影响不一定很大，发生得会更频繁。所以，适当的一般性预测是可以进行的，因为其较弱的突发性有更普遍的特性。当然，相对应的，这同时也导致一般性预测所形成的预期，被超越的可能性更大。越是稀缺的发生的概率越小，就像黑天鹅，越是普遍的发生的概率就越大，比如超预期。

可以说，“超预期”与“黑天鹅”这两个概念属于同一种类型的不同级别的概念，本质上都是超预期，只不过严重程度不同而已，所以，我们完全可以借鉴应对黑天鹅的方案去考虑如何应对超预期，而这才是我们讨论的真正核心。

这就是虽然纳西姆认为黑天鹅不可预测，但却“能用一套机制或方法或预案去做应对”。对于预期的应用而言，**最重要的不在于使用预期本身去指导投资行为，而在于“能用一套机制或方法或预案去做应对”去调整预期，形成应对超预期的方案，这才是获得超额收益与规避超额亏损的关键点。**

这里的困难在于：一是如何制订应对超预期的方案。二是如何应对超越的超预期，像盗梦空间，梦境中还有梦境，一环套一环使得我们不知道到底在梦境的第几层。超预期也一样，我们经常并不知道超出预期的预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会超越到第几层，想想看，2011 年以来，谁会想到好容易通胀引发的政策紧缩形成预期时，却发生了日本地震呢，地震也就算了，竟然还有核辐射，核辐射总算有缓和了，利比亚就出现了战争，相对于预期，这些都是超预期，一环套一环，一层压一层。

《黑天鹅》的作者给出了这样的应对方案，即哑铃策略。他认为你的策略应该极度保守与极度冒险，在风险的两端投入资产，像是哑铃一样。如把一定比例的钱，比如 85% ~90%，投入极为安全的投资工具，比如国债，总之投入你能找到的最安全的投资工具，这是极低风险的一端。而余下的 10% ~15% 投入极具投机性的赌博中，用尽可能多的杠杆，这是极高风险的一端。他认为，这样一来，你就能不受错误风险管理的影响，没有“黑天鹅”事件能够超越你的“底线”伤害你了。因为如果出现的是负面的黑天鹅，那你的损失不会超过 15%，而如果是正面的黑天鹅，那你就中头彩了。

对这一策略，我们基本认同，应用在应对超预期的方案上，我们则可依据超预期的风险大小进行相应的调整，如一般情况下，我们配置的资产的安全级别不需要极高，也不用找风险极大的资产配置。例如经济平稳、政策平稳阶段，低风险端我们不一定要选择低收益的国债，而可以考虑较高风险和较高利率的金融债甚至信用债。而哑铃的高风险一端我们也不一定要加极大的杠杆，适当的进攻手段也就够了，比如我们未必选择股指期货，可以考虑一下创新型封闭式基金。

这就是哑铃策略在应对超预期上的一点应用。我们再做一个适度的发挥，虽然哑铃策略可以应对“黑天鹅”甚至可从中获利，但如果能配合上对“黑天鹅”出现的集中时期做一个判断，可能就更好了。虽然我们无法准确判断“黑天鹅”，却能明显感受到“黑天鹅”集中出现的时期。预期经常被超越，但超预期总是有一个能明显被感受到的集中爆发的周期。2011 年就是一个例证，这一年被称为黑天鹅年，而地球被称为黑天鹅窝。并且事实上，黑天鹅这种不那么美丽的鸟类，也确实集中生活在澳大利亚，而不是遍布各地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。所以，**在黑天鹅或超预期发生频繁的阶段，应对策略更偏向于应对黑天鹅的策略，而不频繁时，则可依据我们刚才讨论的应对超预期的策略。这是两个不同量级的策略，用来对应这两个不同量级的超预期概念。**

说到这里，再回到上文提到的线性的、正态分布式的、用过去判断未来的预测方法，我们承认他们都有各自的应用领域，可以进行科学研究，用来分析分子、原子的活动，但明显不适合用于经济研究和投资分析，因为这些领域都是以不稳定的人作为行为主体，这里，不确定性是主流，确定性反倒成为另类。如果我们过于执著于这种方法，就很容易在它的指导下缓慢而稳定地积累了财富，然后因为某一天的一个“黑天鹅”或超预期事件而突然且迅速地失去所有东西。

最后，做个小结，**在预测—预期—超预期的投资过程中，其核心就在于预期的价值就是被超越，就好像“黑天鹅”和超预期才是我们真正的朋友，可能给我带来极大的好处，而“白天鹅”再多，也不会增加任何好处一样。而超预期的价值在于为我们提供超额收益的机会与超额亏损的风险。**

能否实现超额的收益以及规避超额的风险，最核心的重点就在于，应对超预期的方案比超预期本身更加重要。“能用一套机制或方法或预案去做应对”才是投资决策的核心，方法上则是哑铃策略的应用。

深入讨论：一致性预期与混乱预期

像是我们一直所讨论的那样，均衡一定是偶然的、短暂的，而不均衡则是必然的、长久的。在一致性预期越来越成为股市梦魇的时候，我们该如何应对呢？乐观一点看，一致性预期是一个预期的终结，而混乱是一个新预期的开始，不破不立，痛快地放弃已经破灭的一致性预期，为下一个一致性预期做准备。

在上节中我们提到，预测的价值之一在于形成预期，依据预期形成相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应的投资方案。而到现在，事情又有了新发展。我们发现，在2009年年底，我们预期2010年是个单边牛市，因为2009年是个单边小牛市，而2010年，上证指数下跌接近15%。2010年年底，我们预期2011年会是个结构性牛市，机会好于2010年，因为2010年就是个结构性的小牛市，结果2011年上证指数跌幅接近22%，并且多数股票跌幅超过20%，绝大多数公募基金大幅亏损，净值跌幅20%以上的基金不计其数，表明这一年没有结构性牛市，有的却是非结构性的全面熊市。

除了以年为单位的大区间外，更小的波段区间同样也有这样的情况发生，比如2011年4月，上证指数已站上3 000点以上，这时市场的广泛预期为站上4 000点或更高，然后，大家猜到了，市场开始下跌，一直在2 500点以下徘徊。

这些事实所显示的，似乎与我们上一小节“预测是投资决策的唯一标准?”中的观点有所违背，我们认为预测形成预期，而依据预期形成应对方案。而现在看到的却是，预期与市场的真实走势恰恰相反，如果据此进行投资操作，遭受到的损失可能是最大的，这里面的原因在哪里呢。

这里的问题应该就出在一致性上，当一致性预期形成，意味着对于预期的认可在人数上达到最大化，并且认可度已达到最高，共识程度没有继续上升的可能。而预期所推动的资金数量，也面临最高的瓶颈，没有新增资金的流入，则上涨态势必然受阻，随着时间的推移，最敏感的资金开始流出，逐渐引发各类资金的涌出，形成市场下跌的态势，走势恰与预期相反。

所以我们可以说，一致性是一种预期的终结，而混乱则是一种预期的开始。所谓一致性预期，则是一种动态的均衡与动态的不均衡相结合的产物。这里有两个关键点，一是动态的，二是均衡与否。动态的是指投资者的观点或情绪都处在不断变化动荡之中，任何时候都在改变，或许是转向，或者是加深。而均衡与否就是看共识的程度，程度越高，一致性越强，可以说越接近于均衡，当所有人都认同一个观点，那就是均衡了。反之，共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识程度低，预期更混乱，则就更倾向于不均衡了。而对于投资者而言，动态的均衡是短暂的结果，动态的不均衡则是长久的过程。而对于投资行为，要得到的是动态均衡的结果，而要享受的是动态不均衡过程。

详细说说这个过程吧。预期首先从混乱预期开始，在混乱预期中逐渐寻找新预期形成的碎片信息。例如在 2011 年中，我们面对的形势，CPI 超过 6%，PMI 持续下滑，实体经济保持下降态势，GDP 逐季下滑，这使得我们原本的“防通胀”为第一要务的政策预期产生动摇，从而产生了各种争议，“硬着陆”还是“软着陆”、“防通胀”还是“保增长”、“滞胀”还是“通缩”等不同的声音，这表明过去的预期打破后，形成混乱局面。

伴随着保障房政策的落实、CPI 到顶的判断，市场逐渐认为政策将放缓甚至转向，通胀将面临拐点，新的预期开始显现。此时股票市场适时地反弹了 200 点，在此刺激下，一致性预期开始形成。这里面，市场的反应是最为关键的，因为在资本市场中，市场价格的反应最能说明问题，也最能说服投资者在某一方面确定预期。所以我们看到，在市场从 2 610 点反弹到 2 800 点时，开始有很多人喊出 3 500 点的口号了。这时，我们可以认为市场形成了一致性预期，而这种一致性预期是脆弱的。

接下来，我们会看到，当市场反弹 200 点后开始受阻，向上难度加大，横盘了几个交易日，同时一些地方债务平台的负面消息开始散播，一些被上半年下跌吓怕了的投资者开始退出一致性预期，又开始有市场不存在大幅反弹基础等言论，各种负面消息继续被发掘。市场开始下调，更加坚定了他们看空的预期。看到这里，大家就可以理解，为什么刚才提到的是脆弱的一致性预期，因为我们可以体会得到一点点风吹草动对这种预期的影响，像涟漪一样，碧波荡漾。这时的投资者，又陷入了预期混乱时期。

当然，这种预期混乱也是一种脆弱的动态不均衡，一旦市场再上涨 200 点，新的预期就又会形成，市场总是在投资者纠结、痛苦、迷茫、犹豫时，悄悄形成一波上涨，慢慢耐心地吸引投资者的注意，慢慢地扭转投资者的预期，最终，当投资者都认可的一致性预期出现后，手起刀落，大杀四方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们刚刚所讨论的，是在一个较短的时间内、一波较小的上涨与下跌的区间内，所形成的极为脆弱的一致性的动态均衡与混乱的动态不均衡。而一致性的动态均衡或混乱的动态不均衡的强度，往往与其持续的时间和空间相联系。一般而言，时间区间越长，空间越大，一致性的动态均衡或混乱的动态不均衡的强度越大，得到的收益越大，造成的损失也越大，2007 年、2008 年的历史性牛熊大转换，就体现了极高强度的一致性动态均衡的形成与毁灭。大家可以想象一下，2007 年当市场站上 3 000 点后，一致性预期不断地提高到 4 000 点、5 000 点、6 000 点、8 000 点、10 000 点，而最终一致性预期所能吸引的资金在 6 000 点达到极限，增量资金消失，开始有敏感的资金退出，逐渐引发抛售，一致性预期从极高的强度走向极大的脆弱，一旦崩溃，排山倒海。这种强大的一致性预期崩溃一直持续到 2008 年年底，所有因素达到最坏，对于未来的预期达到混乱预期的极值，混乱预期的动态不均衡强度达到最大，这是新预期的温床，萌芽开始，这对应的，就是 1 600 点的底部。

从上述分析可看出，从时间和空间上来说，在高强度的一致性预期下，存在着低强度的一致性预期与混乱预期，在高级别的动态均衡下，暗含着低级别的动态均衡与动态不均衡，不同的高度与视角，不同的周期与轮回，决定了我们能在多大程度上享受一致性预期下的动态均衡，以及有能力忍受多大程度的混乱预期下的动态不均衡。

所以，从更宽的视角看（时间点在 2011 年），可以说这里是经济周期与政治周期的共同底部，同属于旧周期的结束与新周期的起点，这时候的市场，无论如何也是一个底部了，我们现在所忍受的痛苦，来自中期比较坚固的一致性预期以及短期脆弱的一致性预期在这一时期一同遭到破坏，而陷入一个中期以及短期共同的脆弱的动态不均衡，多层次预期的混乱，导致对未来的迷茫，痛苦来自于看不清方向。

我们之所以总是忍受痛苦，就是因为我们离得太近。科斯托拉尼不就认为，买入一大堆好股票，然后睡一大觉，睡醒之后，就拥有百万财富了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在再回到我们在上一小节“预测是投资决策的唯一标准吗？”中的观点，对于预期的处理，最重要的不仅仅在于使用预期本身去指导投资行为，更在于调整预期，形成应对超预期的方案，应对超预期的方案比超预期本身更加重要。这往往是获得超额收益与规避超额亏损的关键点。而所谓调整预期，也包含着一致性预期下动态均衡的形成与终结，以及一致性预期破坏下的动态不均衡。

一致性预期下的动态均衡只是个结果，我们虽然追求这个结果，但结果往往意味着预期的结束，我们期盼能拥有结果，但一旦达到，就要立刻退出，否则就会被动态均衡的破坏所伤害。而混乱预期下的动态不均衡则是过程，为了拥有结果，则必须忍受过程，结果是特例，而过程则是常态，我们的投资过程，则是长久地忍受这个混乱预期下的动态不均衡过程，而短暂地拥有一致性预期下的动态均衡这个结果。

心灵鸡汤：资本市场的公平

是的，这个世界不公平。为了公平，我们制定了规则，而后，到处充斥着规则，背后隐藏着更大的不公平。同样，资本市场的奇异现象也层出不穷，操纵、圈钱，不可胜数。然而，我们宁愿相信这是小的不公平上的大的相对公平，在这里，总算是能凭借自己的一点智慧得以立足，而在别处，你甚至连公平竞争的机会也没有。这里有，这就是公平。



这是一个相对公平的场所，这是一个散发奇异魅力的场所。

如果这个世界真的公平，那公平就不会成为如此可贵的世界属性，成为这个世界的普适价值。生存环境竞争的加剧，物质欲望的上升，生活成本的提高，这一切让我们发现，仅仅是衣食住行就几乎足以消耗我们所有的精力，服装涨价，食品涨价，住宅涨价，汽油涨价，都反映了一个不安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的生活状态。工作中挣扎于职场，消耗于专业，推诿于时势，随波逐流，没有方向。生活中没有能力抗争，工作中不敢去抗争，唯一的角色是充当各种不公平的接受者，空有一腔热血而无处挥洒，只有一腔愤怒就着一壶冷酒，沉醉中寻找那么一点点平衡。

好像说得消极了点，但相信很多人会认同刚才描述的生活和工作状态。但我们也确实没打算在这里倾吐苦水，大家也没有义务为我们分忧解虑。把其他痛苦说得越严重，大家就会觉得我要说的资本市场不是没有公平的，这招学自那本叫做《无价》的书，它告诉我们，商场里真正想要卖的 800 元的鞋子旁边，经常摆着一双 2 000 元的鞋。

在我们所能参与的场合里，资本市场确实是公平的场所了，我们应该庆幸还有这样一方乐土让我们做做交易，找找乐子。这或许有些言不由衷，但至少我们能体会到相对公平。

资本市场是靠智慧赢利的场所，只要拥有智慧，这就是你的舞台。或许有人会说，只要拥有智慧，在哪个舞台都能活得好，这个我同意，可是还有什么地方能有这样大的容量，让如此之多高智商的人百花齐放呢。其他的市场或场所，往往都是成王败寇，赢家通吃，马太效应横行，一定时期只有一种逻辑是正确的，新的逻辑不是太早就是太晚，在成为主导的时候，已经死过很多次了，所以我们会看到，烈士比英雄多很多，尽管这些人同样拥有智慧。而资本市场则是一个充满多样性的奇异场所，没有人会小瞧你的奇异想法，也不会因为你的特立独行给你穿小鞋扣帽子，恰恰相反，这里鼓励的是多样性、奇异性，百花齐放，百家争鸣，没有人真正介意你的声音，当然，那些需要眼球的“演员”除外。因为大家都清楚，在这里，赢利是检验真理的唯一标准，一旦你在资本市场上有亏损，那无论你身价如何高，地位如何显赫，都没用，这里不会接受他们有关方面赋予的定价特权，因为这是一个广阔的市场，我可以选择和任何人做交易；因为这是一个自由的市场，市场决定价格，而我则可以决定是否买卖，我可以随时用脚投票；因为这是一个公平的市场，面对电子屏幕，我可以心安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理得地不理会你的特权。想想看，你在哪里还能获得这种待遇？柴米油盐无论哪个价格上涨，是你能用脚投票，用嘴抗争的？

这是靠智慧生存的丛林，而智慧，先天禀赋或后天掠夺都没法获取，贫穷与富有的人都有机会得到，对于获得智慧，贫穷是个障碍，因为与先进距离更远，富有也是个障碍，因为财富会蒙蔽他们的双眼，让其看不到先进的意义。贫穷也是个契机，能更有动力去寻找，富有也是个契机，能有更多的机会去寻找。

不过请注意，我说的是智慧，而不是智商，而且，牺牲最惨烈的那些人，往往都是高智商的人。在这个丛林里，智慧比智商更重要。当然，一个拥有智慧的人同时还是个天才，那就更好了。这是因为，这个丛林之所以公平，是因为它遵循的就是丛林法则，适者生存。拥有智商，只能帮你战胜智商更低、能力更弱的敌人，可这个丛林弥漫着浓雾，你并不知道你的敌人是谁，藏在哪里，这个时候你面对的只有你自己，战胜自己比战胜别人更加艰难，你需要的是智慧，而不只是智商。人与动物相似的本能反应，在经济学领域，我们称之为动物精神，而拥有智慧与智商的差别，就是能否战胜自己的动物本能，不被动物精神而左右，积累自己的大智慧。

很多心灵鸡汤告诉我们，做任何事都很艰难，只要相信自己的内心，就能到达彼岸。而我们在找到自己的内心之前，更多的人把自己的动物精神与自己的内心混淆了，恐惧时相信自己逃避的本能，狂热时相信自己冲动的本能，乐此不疲的时候，却忽略了，难道简单的趋利避害，就是我们的内心吗？资本市场就是一个丛林，有简单的法则，也有生存的大智慧，在这样的一个场所，就可以参遍人生百态，遍尝生活滋味。试问哪个地方还能有这样的魅力呢？

或许有人会说出这个地方的糟糕之处，抱怨资本市场的问题种种，没有办法，我曾经也愤怒过，大骂败类。我曾经也艳羡过，意淫着为什么自己老爸不是李嘉诚。可是，在现实中，哪个地方不是如此呢。这个市场的可贵之处就在于，每个个体都有能力和机会与强权和强力对抗，只要拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足够的智慧，战争智慧、生存智慧、人生智慧，你总是有更大的机会获胜的。而在其他地方，你似乎连拔刀的机会都没有，既因为你没有刀，也因为你根本没有勇气。所以，逐渐变老的我，不再想让世界更公平了，只是想找到一个相对公平的地方，倚靠自己的那点人生智慧，为自己打拼一个生存的空间。

扛着火箭的新兵，未必打得过拿着弓箭的老猎人，这就是丛林法则。能上树的上树，能入水的入水，能打洞的打洞，能爬的爬，能跑的跑，能游的游，能咬的咬，能抓的抓，能躲的躲，能藏的藏。万类霜天竞自由，物竞天择，适者生存。

不要再抱怨无常的世事了，不要再悔恨不可选择的出身了，也别再介意别人对你的打压、制度对你的约束，去寻找一片公平的丛林，它散发着奇异的魅力，吸引着你去用自己的人生智慧，打开一片天空吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

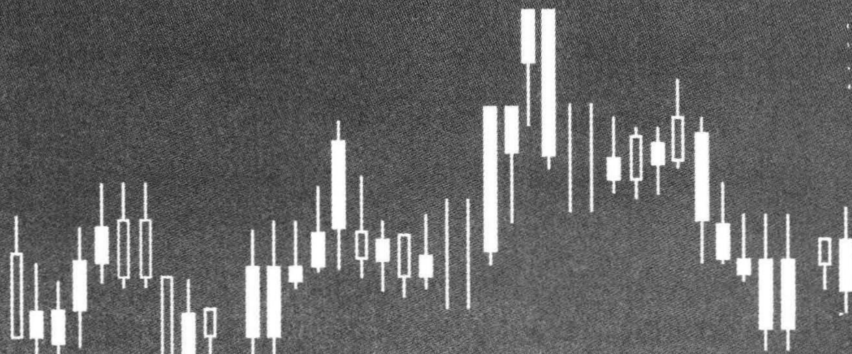
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 投资基本面分析陷阱

本章导读

投资界有一个基本的投资分析框架，就是把投资策略中的宏观部分分为基本面、政策面、资金面三大部分。而我们经常把这三大部分统称为基本面分析，因为这是资本市场的宏观大环境，它的状态直接决定资本市场的基本状态。在上一章我们讨论了一些投资理念方面的常识性陷阱，本章我们就开始讨论几个常见的基本面分析要素，看看这里面存在的常识性陷阱是如何被演绎的。

在投资研究中，基本面的研究一定是最热闹的，因为这里可以汇集各类专家、学者的共同参与，上到政府官员及研究机构，中到各类大学教授与经济学家、各类研究机构的首席经济学家与研究员，下到我们的机构投资者与个人投资者，每个人都有不同的声音，争吵多，争论多，表演多，出位多，使得这个市场不再宁静，信息及观点的极大丰富，让我们在噪声中艰难前行，怀抱中的各类常识，也逐渐被舍弃，落入一个又一个常识性陷阱。就让我们看看，那些既可悲又可笑的种种投资失误吧。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面分析陷阱一：流动性就是货币吗

之所以把流动性作为基本面陷阱所讨论的第一个话题，是因为这是投资研究中面对的首要问题之一，特别是由于美国QE1 \ QE2的作为，使得大家对于所谓热钱有了更热烈的探讨。但我们发现，无论对于流动性还是热钱，大家都有着盲人摸象式的误解和真理独此一家的偏执，使得我们觉得有必要整理自己的思路，总结一下对于资本市场而言，真正有意义的流动性到底是什么，我们已经习惯于高瞻远瞩，习惯于纵横捭阖，却往往忽视了，这些远大理想与我们手里的资金获取投资收益之间，不知隔了几千几万里。这部分讨论依旧是一家之言，但我依旧认为，如果不是什么关于真理的讨论，仅仅对于一个投资者而言，这里的，应该、也许、差不多够了，更多的讨论，更多的争辩，可能会把我们带入更多的陷阱。

讨论市场，很多人言必称流动性，却发现他们每次说的指标都不一样，说央票、说回购、说准备金，还说再融资，甚至有图省事的，直接说流动性就是货币。不能说他错，却也不正确，怎一个混乱了得，索性根据这些理解我画了张图（见图2-1），花了好长时间，这也是理清自己思路的一个过程，和大家分享。我们关注流动性，是因为这是市场向上或向下的直接推动力，而其他各种因素，都最终反映到资金的方向上来，而资金的方向，决定市场的方向。

我们武断地把流动性分为三级，一级流动性为M2，即广义货币。二级流动性为商业银行体系内货币，一般直接体现在银行间市场。三级流动性为资本市场、资产市场货币，是股票市场最直接的资金因素。分开说吧。

广义货币M2，一般来说由基础货币乘以货币乘数而得，而依据中国特点，其中外汇占款占一多半，另外一小部分由央行通过贴现、再贴现、逆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

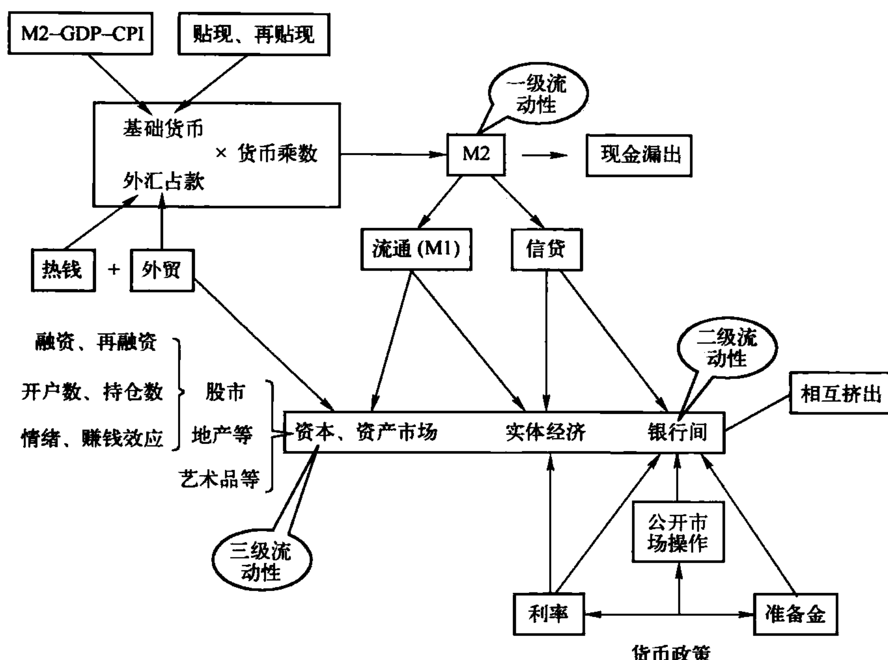


图 2-1　流动性是什么

回购之类渠道创造，因此 M2 可细化为外汇占款与基础货币乘数化之后形成的广义货币。外汇占款同样包含两项，一类是由出口贸易这类实体经济创造，外汇结汇后形成基础货币，乘数化后成为 M2 的一部分，然后进入实体经济。另一类即是热钱，一般通过虚假出口合同等渠道隐蔽进入，换汇后形成基础货币，乘数化后形成 M2 的一部分。但不同的是，乘数化之前的部分一般进入资本、资产市场等虚拟经济领域，不产生 GDP。而乘数化之后的部分一般通过信贷等投融资渠道进入实体经济领域，这也是为什么热钱突然性的集中退出，会影响实体经济的原因。

我们再把 M2 简单地分为三部分，一部分属于现金，用于支付、储藏等，一般存在或消耗在某人的钱包或枕头下，所以对金融体系而言属于漏出项。第二部分即是 M1 除去现金的部分，活期存款类，以企业经营现金流为主，是企业的血液，因此 M1 一般存在于企业、公司的银行账户上，而这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类实体，是微观经济的主体。另外，由于 M1 的高度灵活性与流动弹性，使其能顺畅、高效地流动在实体经济与虚拟经济之间，因此，M1 是资本市场最重要的流动性观测指标，也是真实通胀的有效观测指标。第三部分也是 M2 最主要的组成部分，即信贷，由于信贷一般属于抵押性质的定向贷款，因此一般来说，信贷资金主要流向实体经济，但往往有企业拿到贷款后，与自己原有资金进行置换，从而流入虚拟经济，因此我们也说，信贷资金增加，同时也存在资本市场流动性增强的可能。

以信贷资金为主的各种形式资金，必然显示为一个银行账户上的数字，从而都成为银行可以调剂的所谓头寸，而各种不同期限、性质的头寸的管理与流通，主要在银行间市场上实现。银行间市场原本是为各银行的资金流通而建立，目前逐步开放，吸纳了保险、信托、券商及各类企业的财务公司等进入，造就了巨大的资金体量，因此可以说，在中国，最大的资金市场就是银行间市场，**银行间市场的参与主体，就是资金供求与价格的决定者。因此，我们把银行间市场的流动性称为二级流动性**，体量仅次于广义货币 M2，是广义货币的主体。

说到这里，或许我们会发现，实际上所有的资金流动方向，主要集中在实体经济与虚拟经济（虚拟经济又以资本市场为主），而此两者吸收到的资金，必然相应成为商业银行账户上的头寸，这头寸则相应成为银行间市场进行交易的所谓商品。注意，这里要区分开资本市场与银行间市场，可能一般认为银行间市场属于资本市场的一部分，这样理解也可以，但容易形成概念混淆，银行间市场虽然也存在债券类的资金募集，但主要以资金拆借与债券交易为主，实际实现的是资金的融通与流通，而没有公司价值的实现功能。并且，其参与者都是大型机构，相较于股票市场等资本市场，受众狭窄得多，因此我们一般将银行间市场定义为货币市场，而非资本市场，**货币与资本的差别，就在于一个是流通，一个是价值发现，这样理解差别就会很明显了。**

一个很重要的问题是，**从货币政策角度看，银行间市场实际上是实体**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济与资本市场的传送带，央行通过利率、准备金以及公开市场操作履行调控职能，实际直接针对的就是商业银行为主体的银行间市场，进而通过银行间市场影响实体经济的资金数量与价格，影响资本市场资金的数量与方向。所以银行间市场不仅仅是资金流通的场地，也是政策调控的通道。

下面转到我们最关注的三级流动性上来，这是因为对于股票市场或者范围更广的资产市场，这是更直接、更有效的影响因素。我们发现，一二级流动性都对三级流动性有重大影响，但我们在分析时，却不能因为一级或二级流动性的向好或向坏，就断定三级流动性的性质，因为，三级流动性中所包含的资金性质是最复杂的，既有热钱，又有实体企业资金这种打一枪换个地方的游击队，也有专业投资机构这样的常备军，还有贡献收益的大头散户。不同的资金性质决定不同的目标，进而导致不同的行为，这就造成了虽然资本市场资金体量较银行间市场弱小很多，但最活跃，也最复杂，是动物精神表演的主要舞台。从货币创造上来看，三级流动性的货币乘数要比二级流动性的乘数大得多，所以股票市场每天的成交量，比银行间市场的规模没有小很多。分析三级流动性，要看一级市场融资、一级半市场再融资、开户数、持仓数等更加微观的指标。但正像我们常说的那样，钱从来都不缺，问题只在于是否进来而已，各种因素最终集结在情绪上，引致乐观与悲观的情绪，从而促成市场的方向。

微观来看，最终资金的流向可能有三大部分，一是实体经济，二是在银行间市场形成第二级流动性，是资金流通的主体，三是进入资本市场形成第三级流动性，而这三大部分，事实上也构成了第一级流动性 M2 的主要流向，所以，这三者之间存在着相互挤出的效应，是彼此竞争的关系。而引导流动性在这三大类别之间相互转化和流动，也是货币政策的主要内容。而分析流动性在这三类之间的流向，则是投资分析的重要内容。

以上这三级流动性，是从广义向狭义的层层演进。一级流动性是最广义的流动性，三级流动性是对资本市场影响最直接的流动性。从应用上看，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一级流动性适合分析宏观经济，二级流动性适用于分析银行间市场，三级流动性适用于分析资本市场，其应用范围也是从抽象到具体的层层演进。

如果要分析其他市场，当然还可以将这种流动性概念进一步细分，这本身就是一个基本面分析的过程。如何将最广泛的基本面探讨，形成能对投资决策提供支持的分析，这是投资策略的基本功能。通俗点说，就是让飘忽不定漫天飞的基本面如何落地的问题。

通过对流动性的三级分类，可厘清我们头脑中关于流动性的混乱概念。事实上我们最后会发现，**对资本市场发挥直接作用的只是第三级流动性，第一、二级流动性只是通过对第三级的影响而对市场间接发挥作用。**可以说，一旦第一、二级流动性形成趋势性的方向时，就会对第三级流动性，进而对资本市场形成方向性的影响，因此，在某个交易日，央行回购资金较多，并不会立刻对市场形成利空的影响，但如果持续几个月进行大规模的资金回笼，那就是个很严重的问题了。

以上用了不是很严谨的语言与逻辑，简单解释了一下，到底什么是流动性，或许读后你会发现原来此流动性非彼流动性，进而在引用这个概念的时候，就能使用正确的指标衡量了。本来要说股票市场流动性，而你非要用 M2 去判断，就好像让你说出直系亲属，而你非得扯出远房表哥一样，会让人很无奈。

当然，也不至于再说流动性就是货币这样似是而非的观点了，**流动性必然源于货币，可是并不是所有货币都是我们做投资分析时有意义的流动性，有的被漏出了，有的对我们的市场没有意义，有的只有间接意义。比如对于股票市场来说，只有三级流动性才最有意义。**

对投资分析而言，越是朦胧的那种模糊的真理，就越没有意义，而且往往在应用的时候，它会把你带入一个个似是而非的常识性陷阱，得不偿失。缥缈的真理，永远像天上的浮云一般，它就在那里，你却抓不到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面分析陷阱二：热钱很可怕吗

我们对热钱似乎有本能的恐惧，这恐惧与乐观一样，过度了总会蒙蔽我们的常识，使得对热钱的恐惧，弥漫到对所有的境外投资资金上来。就像是读了东郭先生的故事产生的后遗症一样，一朝被蛇咬，十年怕井绳。所以，有时热钱替非热钱背了黑锅。就像是东邪黄药师，名气太大，风格太强，使得什么罪名都可以落在他的头上。

热钱是个可怜的词，在资本市场发生某种无法解释的波动时，往往就会被推到热钱的头上，因为它没有明确主体，所以骂也就骂了，骂的人觉得很痛快，旁听的人觉得很解气，却没有人成为挨骂的人，多好，多和谐。可是按照能量守恒，这是不可能的，要么一定有挨骂的人，要么就是这所谓的骂不是真骂，只是演戏而已。我倾向后者。骂不还口绝不是因为好欺负，热钱不是一只温顺的羊，并且一定要记住，喜羊羊能战胜灰太狼，但那毕竟只是童话。

2010 年国庆后的这波指数行情，被无数人冠以美国 QE2[⊖]带来的热钱的缘故，短短几天之内，大盘蓝筹股被推高 20%，随后急速下跌，套牢了众多资金。大家以为这又是热钱的一次“剪羊毛”行动。这使得热钱无缘无故背了黑锅，却没有想到，热钱明明是一只猎豹，这次硬是让投资者看成了羊，坚定地以为热钱会为这区区 20% 的空间而大费周章。直白点说，在生物链上，能犯这样愚蠢错误的，一定是羊那一类生物链中处于底端的生物吧。这次就因为我们不信这个逻辑，所以坚决反对追高，事后来看算是躲过一劫。本节尝试讨论关于境外投资资金的属性问题，这能让我们意识到，并不是所有的境外资金，都叫热钱。这是常识的一部分，但不知为什

⊖ QE2：a second rounel of quantitative easing 的缩写，即第二次量化宽松。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么，总被人抛在脑后。

根据一般的定义，热钱（hot money/refugee capital），又称游资或叫投机性短期资本，是只为追求最高报酬与最低风险而在国际金融市场上迅速流动的短期投机性资金。当投机者预期某种通货的价格将下跌时，出售该通货的远期外汇，以期在将来期满之后，可用较低的即期外汇买进而赚取此次汇兑差价的利益。请注意，这里有重要的两点，一是投机性，二是短期。而境外资金的大幅流入，外汇占款的大幅增加，这其中包含的可以被称为投机性的、短期的资本到底有多少，没有人弄得清，但至少，区分热钱与其他境外资金的属性差异，有利于我们理清本来模糊的认识。

境外资金一般有多种目的，我们避开实业投资之类不谈，只谈以虚拟经济投资为目的的投资资金这一类。这其中，就至少可以分为两类，一为热钱，第二类我们暂称为非热钱。两者的属性差异在于，前者为投机，后者为投资，前者为短期，后者相对长期。热钱的目的在于以尽可能少的时间用钱生钱，只为追求高回报而在市场上迅速流动，纯粹投机赢利，而不制造就业、商品或服务。热钱的风格在于激进暴力，快进快出，携风带雨。非热钱的风格在于稳健平稳，稳步推进，和风细雨。形象地说，热钱是一只行动迅捷的猎豹，非热钱则是钓鱼的渔夫。

风格的不同，使得我们总是误以为热钱等同于境外投资资金，也因为热钱广为流传的名声，使得我们对热钱的恐惧，直接转变为对境外投资资金的恐惧。只是，我们发现，多数情况下，热钱是背了黑锅的。

就目前的形势而言，人民币对内贬值＋对外升值，使得境外投资资金拥有傻瓜获利之道，加之其他投资方式，收益大为可观。境外投资资金有充足动力涌向中国。

所谓通胀，物价上涨，货币贬值是也。2011年6月CPI为6.4%，全年会略低，就假设为5%吧。目前一年定期存款的利率为3.5%，一年期国债收益率为3.6%左右。两相冲减，意味着中国实际利率为（－2.9%，－1.5%）之间，这意味着人民币对内而言，2011年贬值1.5%以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出于经济需求与政治诉求，人民币升值压力长期存在，人民币自由兑换需求日益强化，二次汇率改革声音再起，虽然不可能一次性升值到底，虽然外汇管理局声称要按自身需求调节币值步伐，但升值趋势非常确定，至少升值预期非常确定。据一般估计，2011 年人民币升值将在（5%，7%）以上。

对内贬值的（-2.9%，-1.5%）与对外升值的（5%，7%），两者之间的利差为（6.5%，9.9%），各位看官可知，这基本是境外投资资金确定性很强的绝对收益率，即是境外投资资金的傻瓜获利之道。同时，境外投资资金大量投资中国资本市场和实体经济等领域，由于其丰富的经验与强大的操控能力，又可获得超过实体经济平均回报的超额收益，而一般实体经济平均收益可达 10%，这方面属于境外投资资金可获得的确定性较强的相对收益率。

而绝对收益率与相对收益率的简单汇总，境外投资资金的低风险收益率几乎可达 20%。这样的收益率也足以让境外投资资金恋恋不舍了。

看起来很有吸引力不是吗？可大家需要注意的是，这种傻瓜获利之道再有吸引力，却依然不是热钱的套路，它的属性决定了它们不会使用这种缓慢的受益方式，因为此套路首先要求的是期限较长，按我们的测算，总要以年为单位，这不是热钱的风格。其次投资为主的套路，也不是热钱的风格。热钱是贪婪的，有很多擅长的“割羊毛”的手段，但一定不是躺在这里等待收益的层层累积。

总结一下，目前中国吸引大量境外资金流入的逻辑在于人民币对内贬值＋人民币对外升值＋中国实体经济回报。这是境外投资资金可获取的低风险收益，但它不是热钱所擅长的领域。虽然如此，但至少可以给包括热钱在内的所有境外投资资金一个好的安全边际，因此，中国是境外投资资金的大舞台，包括热钱。

所以回到上文提到的 2010 年 10 月股市突然上涨的案例，这种突然上涨，而后持续下跌的风格确实与热钱的风格相似，也不排除有其参与。但如果仅认为 QE2 的推出，立刻会吸引热钱流入，一方面高看了热钱的跨境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动能力，那边美联储刚刚宣布，这边就已经到了，太夸张了吧。另一方面则是小瞧了热钱的贪婪，这点区间，似乎还不值一提，不至于导致这种极为迅速的跨境流动。事实上，真正吸引大量境外资金流入的正是我们提到的傻瓜式获利之道，而这样的资金属于行动上比较迟缓的非热钱，那边刚刚 QE2，这边境外资金就到了，外汇管制下的中国，似乎还不太适应这个速度。所以，这一波行情就是个空中楼阁。

同时，有很多同业担心美国经济复苏，导致资金回流，从而收紧中国的流动性。从长期来看，这个逻辑是对的。但如果加上一个期限，比如一年，我们倒觉得不必过分担心。一是美国经济复苏是趋势，没有问题，问题是其虚拟经济与实体经济的去杠杆化，引致其复苏速度相较以往更加缓慢，耗时更加漫长，如此境外资金没有迅速回流的迫切愿望，失一分。二是伴随美国经济缓慢复苏，美联储 QE2 的流动性释放，其通胀压力迟早显现。这对于回流的资金而言，属于对内贬值，再失一分。三是从美元的历史趋势来看，贬值是大趋势，而升值则属于历史中的波折（莫尼塔相关报告研究较好），这种对外贬值趋势，是对境外投资资金的一个收益损耗，又失一分。至于热钱，巨额收益是第一位的，仅仅是美元升值、美国经济在衰退中艰难跋涉，似乎还不是充分的理由。**总结一下，美国吸引资金回流的逻辑在于美国实体经济收益率的缓慢增长＋美元对内贬值＋美元对外贬值。**中国逻辑与美国的比较起来，即使境外投资资金是傻瓜，也该知道流向哪里吧。

本节即将结束，我们会发现，境外投资资金可分为热钱与非热钱两部分，前者是贪婪的，很可怕。而后者是垂钓的渔夫，倒是有着持续发展的套路，但不必引起我们的过分恐慌吧。热钱很可怕，但不是所有的钱都是热钱。

 基本面分析陷阱三：通胀是货币现象吗

通货膨胀问题，绝对是一个时刻都要面对的现实问题与历史问题，而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时期，通胀的主要逻辑总是不同，有时是经济因素，有时是政治因素，有时是货币因素，有时还有政策因素，当然，更多的时候，他们是纠缠在一起的，虽说本节的讨论主要还是立足于货币因素，但我们能说货币因素与经济、政治、政策等无关吗？通胀是货币现象，这是个准真理，但其适用范围有限制。而对真理的过度滥用，则会使我们落入又一个常识性陷阱。

讨论通货膨胀，说来说去，发现大家还是纠结于数据、纠结于食品、纠结于货币量等因素，这些每个单独说来都是一个重要影响因素，只是没有一个逻辑能够将它们串联起来，我们试图先从历史的视角去阐述一下，然后再分析这个逻辑使用的局限性。

基本的观点就是，目前和未来我们所面临的通胀形势，与之前我们所遇到的通胀，完全不一样，因为很多关键要素变了，所以，历史只有相似，而不可能再次发生。

首先，**通胀是个货币现象**，我们完全认可并遵守。只是这就引出**两个悖论**，一是我们曾经有过货币不宽松，却恶性通货膨胀的先例，应该是在 20 世纪 80 年代，大家疯狂囤积见得到的任何物品（锅碗瓢盆之类，还有同事想起姜昆的相声，说的好像是其中一个人囤了几缸醋甚至放到浴缸里之类，大家应该还有印象，就是说的这个时期的事）。二是在过去的 10 年，我们一直在超发货币，到目前 M2 累计 65 万亿，而为什么却没有恶性通胀？将这两个悖论解释通了，就会发现我们目前阶段的尴尬。

首先说第一个悖论，原因很简单，当时并不是真正的市场经济，一方面中国还没有形成充分的**供给能力**，另一方面计划经济导致局部的生产能力过剩。导致的事实是，当时的通货膨胀是在物质需求被长期压抑后，突然释放出的极大的超过当时市场供给能力的需求，进而迅速推高商品价格的现象，事实上的市场规律还在发挥着作用。这个症结在于供给的不足。

再说第二个悖论，依然很简单，连续 10 年的 M2 超发，促使 GDP 连续 10 年增长良好，却没有引发恶性通货膨胀，主要是因为**价格管制**，政府对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于各个领域的价格有高效的控制机制，控制价格的制度成本较低，效率较高，除非在政府允许的领域，否则价格很难迅速上涨。比如房地产是1998年以来确定的经济引擎，2003年被确定为经济支柱，属于极小的允许价格上涨的那类资产，因此也就只有地产价格能有机会超过M2增速，使得只有盖房子和买房子的人在这10年中，以货币衡量的财富能超过M2。而其他类资产持有者，只能被迫忍受资产事实上被贬值的厄运，比如证券，2006年以前的中国股市，就是一个受严格计划监管的市场，致使其长期受到控制，只能成为暴富暴贫的赌博场所，而不是致富场所，这一状况在股权分置改革后才有所改观，但也只是改观而已。其他诸如食品、煤电等与生活相关、与CPI强相关的各项要素，都受到严格监管，CPI想高都难。所以，以CPI衡量的通货膨胀没有发生。

上述两项悖论背后，分别存在着供给能力和价格管制这样的决定性因素，而现在我们却发现，这两项限制条件都已经过时了，而超额货币，依然存在。比如，以目前中国的工业能力，可以随时低成本生产出任何市场有需求的产品，供给能力早已经不是问题，需求才是问题。

再比如，价格管制已经开始逐渐放开，政府价格管制行为成本越来越高，效果越来越差。如燃油价格开始随原油期货波动（所以现在原油期货上涨对中石油、中石化股价有很大的正面作用，而以前，两者走势几乎不相关，两者股价与发改委定价相关），各地的听证会不停地开，目的就是要放开自来水、煤气、居民用电等各项生活要素价格。因此，价格管制的要素对CPI的约束也已经大不如前了。

在这两项要素作用消失或减弱后，依然强劲的超额货币，才有机会在各个领域推高价格。我们会发现，前10年价格被压制的资产领域，事实上在进行的是一个延迟了10年的补涨行情。而房地产由于前10年超过M2的涨幅，再大幅上涨的能量已经不大了。这样的行情，用简单的食品减产之类的小逻辑来解释，显然力度远远不够。因此我们认为，目前的通胀形势与以往根本不同，是非典型性通胀。而这个非典型通胀的逻辑就在于，超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额货币在失去原有两个变量约束的情况下，实现各类资产价格的补涨行情。这是我认为合理的历史逻辑。

以上我们从历史的视角阐释了这个所谓非典型通胀的一般逻辑，这基本上符合通胀就是货币现象的论断。但需注意，**这似乎仅仅解释了问题的一个层面，即从历史的视角来判断长期的趋势，而在这样一个长期趋势之下，大的方向已经确定，即未来我们面临的常态就是上了一个台阶的通胀水平，但在中短期内影响我们正在面对的通胀现状，则是结构性的因素。这也是投资分析的重要作用所在，在大的趋势下，依然还要判断短期的波动。**

从 2010 年开始的货币紧缩政策至 2011 年 7 月，存款准备金率及利率均已上调多次，信贷投放也进行了严格的限制，M2 增速一度降到 15% 附近，这说明货币回收是卓有成效的，但与此伴随的是 CPI 水平连创新高，6 月份已经达到 6.4% 的高位，与 M2 背向而驰。从几个月的趋势看，这似乎是违反了通胀是货币现象的定律。那么，是定律错了，还是现实错了呢?

其实两者都没有错，只是按我们的说法，**这是一个历史视角下的趋势性定律，遇到了短期内结构性因素的扰动，使其水土不服，短期失灵。**而事实上，要分析这个问题，**需要在长期趋势的大背景下去分析结构性的因素。**比如，此次造成 CPI（通胀）与 M2（货币量）的短期背离，主要因素就是食品价格的扰动，而这其中猪肉是最重要因素。由于供给的压力，使得猪肉价格及猪粮比都创出近几年新高。同期还伴随着的，还有 2011 以来逐月上行的翘尾因素，共同导致了通胀就是货币现象定律的短期失灵。

所以，**货币主义让我们接受了通胀就是货币现象的定律，却使得我们有着过度使用这个定律的可能，**但这就会导致我们又陷入一个无意识的陷阱。**因为真理不是万能的，都有它适用的范围，跳出了这个范围，真理就会成为谬误。通胀是货币现象，正确，这也是我们一直遵守的。但它只适用于历史视角下的趋势分析，而在趋势下的短期波动，以及趋势转换间的过渡期、转型期、煎熬期，则是结构主义适用的范围**（本章会有结构主义的专题讨论）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，再回来。由于始于2008年、2009年史无前例的超级货币宽松政策，此次我们面临的通胀问题一定是个大问题。但这并不表示这样的通胀不可控，毕竟我们的供给能力几乎无限大，所以不太可能会引发恶性通胀，在供给能力支持下，通胀有**自我终结**的趋向（因为CPI是同比数据的缘故）。目前，我们就走在货币回收治理通胀的趋势道路上，短期看，猪肉等食品因素所导致的扰动也会因市场规律发生作用而逐渐消除。从趋势上看，一是货币回笼是个长期趋势，效果显现需要时间。二是从长期看，劳动力、土地等生产要素价格，一定呈现上升趋势。通胀可控，但上一个台阶则不可避免。

所以，通胀一定是我们未来面临的**常态**问题，而调控通胀也将是我们一直面临的政策环境。

基本面分析陷阱四：通胀会失控吗

当始于2008年、2009年的超级货币宽松政策的负效应开始显现，在CPI节节攀高时，之前鼓吹与欢迎政策刺激的声音逐渐消失，而担心通胀会失控的声音显著增多，毕竟，通胀是货币现象，目前如此巨大体量的货币如何才能消化呢，超级拥护与超级悲观，这是人的思想在情绪支配下不断走极端的体现。我们就用一个简单的“时间”概念，来说明如今的巨额货币量，有其历史合理性，而这种历史的问题，则需要用历史的手段去逐渐稀释。这只是时间问题。

上节我们阐述了此次通胀的非典型特征及一般逻辑，但对未来我们所面临的通胀形势并未充分展开。现在通胀形势逐渐恶化，很多人开始担心通胀形势难以遏制，甚至有失控的风险。本节就进一步阐释上节中所提到的，通胀一定是个问题，但恶性通胀的概率较低。

首先我们需要注意，过去十年地产行业作为支柱产业吸引并吸纳了大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量货币，从而促使地产行业成为跑赢 M2 增速的另类。我们统计了一下自 2001 年以来的 M2 数据及地产历年销售额，其中 M2 数据来自央行网站，地产数据来自互联网搜索。我们用 M2 每年新增量的十年累积量减去地产历年销售额的累积量，发现十年来每年新增货币量总额竟然比地产历年销售额数字缺 8 867 亿元。这就意味着，每年新增货币量还满足不了当年地产行业的吸纳能力。当然，这其中没有考虑往年投放货币的再流通。

其次我们要注意，过去十年经济改革的成就之一就是部分国有资产的证券化与货币化，股市就是这个成就的成果之一。我们找到的数据发现，2001 年以来，A 股总市值增加近 14 万亿元。而加上地产十年累积成交额后达 33 万亿，而 2001 年以来 M2 累积增加 54.7 万亿，仅有 20 万亿左右的缺口，比我们一贯所关注的累计 70 万亿的 M2 小很多，也更具说服意义。

分析上面的数据我们可以发现以下几点。

一是货币流向的领域，与当时经济政策的指向高度相关，确定了地产的支柱地位，则大量货币涌向地产，一方面是受利益的吸引和政策的驱动，另一方面也反过来促成了地产支柱地位的形成。如果没有这两个方面的共同作用，地产不会成为经济支柱，当时以亚洲金融危机为背景的中国经济也不会迅速复苏。货币也不会大量涌向地产行业，而反过来说或许也同样成立，如果货币没有涌向地产行业，或许就不会有如此多的货币被制造出来，也或许，会流向另一个地产之外的行业，促使这个行业成为经济支柱。

二是中国资本市场的形成，是国有资产货币化的结果，但反过来货币化又提出了对货币的迫切需求，一方面是资产货币化的货币存量需求，另一方面是证券交易的流量需求，这促使更多的货币流向资本市场。可以说，货币化是资本市场的成因，而更多货币则是资本市场的结果。

三是一直以来对于货币的创造，多数的分析集中在信贷或外汇占款这样的供给端来分析，但通过上述分析我们会发现，**巨额货币的创造是历史需求的结果，经济发展与经济改革形成了对货币的大量需求，只有需求成立，供给才会有效，所以从历史的角度，目前累积的大量货币，是有其历**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史背景的，单纯地批判没有意义。

四是我们会发现，货币规模这只老虎没有想象的那么大。除去地产与资本市场吸纳的货币外，真正的老虎可能只有20万亿这么大。

五是目前中国处于结构转型时期，发展模式面临转换。之前最主要的地产行业面临去支柱化的趋势，其吸收货币的能力在边际降低。而新支柱尚未成型，因此出**于吸收、稳固现有货币存量的考虑，地产行业不会倒，更不会崩溃，更有可能的是保持稳定。但其由于其货币吸收能力降低，货币需求减少，货币增速必然减缓。**

六是货币超规模发行有它的道理，是发展经济和资产货币化的必然需求。但货币确实存在较大规模的超发，加上逐渐放松的价格管制，使得我们现在及将来面临非典型通胀形势。**从大趋势上看，在劳动力货币化背景下的刘易斯拐点，促使低端劳动力供求关系逆转，劳动力的价格提升是趋势。同时其他生产要素的进一步货币化，使其价格上升为主要趋势，因此，长期看我们将面临较过去更高的通货膨胀平台。**但反过来说，**生产要素的货币化同样有吸收货币的能力，这是通货膨胀这种货币现象的自我终结之路，**因此我认为，长期看，货币引致的通胀不至于恶化。

同时，从近期的行政调控看，价格管制已经重新启动，发改委已开始限制各地水电气的价格上调，使用行政手段调控中石油、中石化以调整油料价格，稳定蔬菜市场，投放储备猪肉等，这使我们可以相信，短期通胀同样可控，至少CPI一定可控。

综上，暂时放下对货币投放供给端的关注，转而分析货币的需求端，就可发现，目前累计的如此多的货币体量是历史的需求，甚至是必然结果。**而历史的问题，往往需要用历史的方式去解决或稀释。**目前的货币问题已经形成，但其形成是长期累积的结果，对此问题的解决也同样不能期望一蹴而就，历史就是时间，历史的问题，也就需要时间去解决。但至少通过分析，我们可以避免通胀会失控的担心，情绪的极端，往往来自认识的片面性，从货币需求端的分析会弥补供给端分析的片面，这样，可能就不会过于悲观了吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-1 不同领域货币量表 （单位：万亿）

	M2	M2 每年新增	地产历年销售额	M2 新增 - 地产销售	A 股总市值
2000 年	132 487. 52				44 910
2001 年	152 888. 5	6 724. 44			40 489
2002 年	183 246. 94	11 010. 6			35 956
2003 年	219 226. 81	13 236. 62	7 670. 90	5 565. 72	39 688
2004 年	250 802. 79	11 852. 2	10 375. 71	1 476. 49	34 941
2005 年	296 040. 13	11 308. 9	18 080. 30	-6 771. 40	30 423
2006 年	345 577. 91	18 748. 14	20 509. 68	-1 761. 54	87 382
2007 年	403 401. 3	26 491. 12	29 603. 87	-3 112. 75	324 398
2008 年	475 166. 6	13 697. 96	24 071. 41	-10 373. 45	120 801
2009 年	610 224. 52	55 228. 68	43 994. 54	11 234. 14	242 662
2010 年 10 月	699 776. 74	31 867. 36	36 992. 28	-5 124. 92	180 402. 18
	546 888. 24（2001 年以来 M2 累计增加额）	200 166. 02（2001 年以来 M2 新增累计）	191 298. 69（历年销售额累计）	-8 867. 71	139 913. 18（2001 年以来 A 股市值扩大总额）

基本面分析陷阱五：所有指标都有用吗

对于众多各类指标，我们敬佩行业内人士对所有指标进行全面分析的努力，但未必值得鼓励。因为这样做的前提，似乎对所有指标都有用，而且作用不分上下。那么所有指标都有用吗，所有指标的重要性都一样吗？如果是个理性点的人，看到这么绝对的话，可能应该首先判定这是个不靠谱的观点，然后再看它错在哪吧。

关于经济分析指标，每人都会有各自的偏好，有的看工业增加值，有的看 M2，有的观天相，有的迷恋专家学者，技术派则根本就不看，只看图形就够了。关于派别之争，我们一直作为旁观者，看看热闹就得了。道理很简单，历来浑水摸鱼才能得利，而有人把水搞浑了，你还在里面，那你就是鱼，而不是捕鱼者，这时逃离浑水是好的选择。当然，但这不妨碍我们随意取用各个派别的招数，这一拳那一脚，乱拳打死专家学者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们所提倡的是对少数指标的擅长性使用，而不是所有指标的全面性分析，这种全面使用的做法，其所付出的努力与时间虽值得我们敬佩，但并不值得鼓励。因为首先仅仅从经济系统来说，就有数之不尽的指标，甚至任何两个数字之间经过一个加减乘除，就可能成为一个新的指标，所以，试图分析、跟踪所有指标的努力可能是没有尽头的。其次从指标的分析效果而言，多数指标之间存在分析手段、逻辑甚至结果上的重合，从而导致指标的指向较为一致，使得很多投资者认为指向一致就是对未来方向的一致性确认，导致盲目乐观或悲观。所以，**多数指标的叠加效应会造成不适当的相互确认，会促使我们落入盲目信任数据的常识性陷阱。**再次指标越多，矛盾会越多，指向的方向越混乱，在混乱的指标中，寻找出比较确定的方向，这需要付出的努力并不少于你能付出的努力，而得到的效果可能也并不会好于猜硬币游戏。所以，并不是所有指标都有用，也不是需要分析所有指标。不同指标有不同的指向性意义，有效性也不同，对繁杂的指标进行去伪存真，去低效存有效，是投资分析中节省时间与提高效率的必然需要。

所以，这里我们谈一下我们所钟爱的一些指标，主要是经济指标，但作为股市的衡量指标有着强大功用。还是那句话，虫有虫道，大家觉得有道理，随意取用。觉得没道理，也就随便看看，去寻找与总结自己认可的指标体系，但一定要记住，**第一，全面不等于准确。第二，只要选择自己能够深刻理解并熟练运用的指标就够了。**

经过观察和理解，我们对 M1 和 PMI 两个指标情有独钟，不是说其他指标不好，而是觉得这俩指标更好而已，或者说，觉得这两个指标更适合自己。**简单来说，M1 代表了政策面、资金面，PMI 代表了经济面、投资者情绪。两者组合起来，几乎可以涵盖观测股票市场的所有方面。**

M1 之资金面

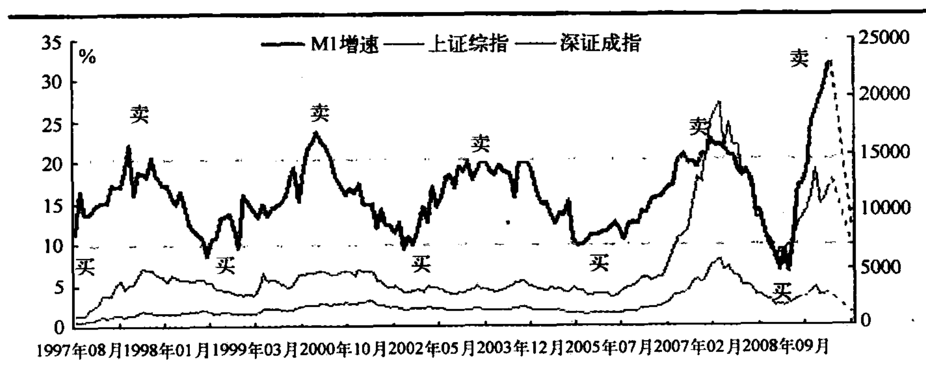
M1 称为狭义货币供应量，由流通中现金 M0 加上企事业单位活期存款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其流动性仅次于 M0，反映了居民和企业资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标。

实体经济的活跃程度，往往可以从 M1 与 M2 之间的流动方向看出，因为两者之间最重大的差别之一在于定期存款的变量，**活期存款与定期存款之间相互转换的数量及速度反映了企业对于流动资金的需求程度。**活期转定期，说明在一定时期内，企业预期投资实业的收益率会低于定期收益率，而定期收益率本身并不高，这说明企业对于自己的未来比较悲观，或者说企业现在已经很悲观了，用定期获得一点低微的利息，存粮过冬。而定期转活期，则意味着投资实业的收益率高于定期收益率，甚至可以不惜损失定期存款的部分利息，这说明企业对自己的未来比较乐观，或者说企业现在的日子开始好过了，不需要备粮过冬了。这是从实体经济的角度看 M1 对于实体企业的资金流的衡量，进而进行企业的微观观测，之所以有胆量这么说，是基于一个常识，即**流动资金是企业的血液**，只有深刻认识这句话，才能意识到 M1 对实体经济资金面观测的价值。

同时，M1 还是观测股票市场资金面的重要指标之一，其中一个理由是企业活期存款与入市资金之间的相互转换，并且从 M1 与指数之间的关联上看，相关性极高，所以即使从经验的角度看，这已经成为一个规律，可参照图 2-2。



资料来源：招商证券研发中心。

图 2-2 M1 增速是股市操作的精确指标（虚线为预测值）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

M1 之政策面

M1 可能是政策调控当局的重要观测指标。这个结论不是我的，是招商证券罗毅先生得出的，我认为极有道理，所以忍不住在这里偷偷引用一下。罗先生认为，**因为当 M1 下降超过 10%的时候，政府一定会想办法把 M1 从底部拉起来。说到底，这就是通胀和政府调控之间的关系。**当 M1 降低到不足 10% 增速时，中国的通缩压力将会极为显著，因为在以前我们的潜在增长率都是 8% 以上，如果 M1 只有 10% 的增速，社会整体环境有压力。很多人会说货币增速看 M2，但是 M1 和 M2 的关系更能反映出货币流通速度的变化，也就是说，M1 对物价会更为敏感。而一旦 M1 的增速达到 20% 以上，中央就开始严厉调控，因为再不调控，M2 往 M1 转移的速度就会失控（存款活期化，投机氛围浓烈，造成货币流通速度的迅速提高），即使此时 M2 增长可能还不会太快，M1 增长如果失控，物价不大幅波动，那就是经济学上的笑话了。所以，当 M1 增速在 20% 以上，那么央行一定会收紧流动性，而 M1 增速 > M2 增速，那更加会加大调控（见图 2-2）。

这是罗先生奇文《M1 定买卖》的基本逻辑，包括图都是引自他的原文，这样的直接引用对我们来说是很难得的，因为觉得用自己的语言再阐述一遍，可能适得其反，达不到这么好的效果。

现在大家可以看到，M1 对于观测实体经济与股市的资金面，对于体会政策调控的方向及空间，有着重要的指导意义，相信如果你不是太固执，也会像我们一样悉心接受 M1 作为自己指标体系的一部分了吧。

PMI 之经济先行指标

之所以认为 PMI 具有衡量经济及投资者情绪的功用，主要来自于它的发布及制定属性，相信大家对于这个指标耳熟能详，但对于它的特性，相信很多人都忽略了，可能都仅仅从字面意思理解一下，然后和什么工业增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加值一类指标放到一起，作为一个可有可无的参照系了。之所以有这个可能，是因为我们开始也是这样，只是在偶然的机会研究了这个指标体系，才发现其对于投资的重要性，远非 GDP 可比。

先上百度，PMI 指数英文全称是 purchase management index，中文翻译为采购经理指数。PMI 是一套月度发布的、综合性的经济监测指标体系，分为制造业 PMI、服务业 PMI，也有一些国家建立了建筑业 PMI。目前，全球已有 20 多个国家建立了 PMI 体系，世界制造业和服务业 PMI 已经建立。PMI 是通过对采购经理的月度调查汇总出来的指数，反映了经济的变化趋势。

PMI 指数作为经济监测的先行指标首先是源于它的调查与发布方式，由于采取快速、简便的调查方法，每月第一个工作日发布，在时间上大大早于其他官方数据。在 PMI 基础上发布的商务报告，是所有宏观经济序列数据中滞后期最短的报告之一。这在时间上，要领先于其他数据达 10 天左右，而 10 天的股票市场，可以发生很多事情。

其次，PMI 是一个综合的指数体系，尽管指标不多，但涵盖了经济活动的多个方面，如新订单、新出口订单、进口、生产、供应商配送、库存、雇员、价格等，其综合指数反映了经济总体情况和总的变化趋势，而各项指标又反映了企业供应与采购活动的各个侧面，尤其是 PMI 中一些特有的指标是其他统计指标中所缺少的，如订货提前期与供应商配送时间等，有助于详细分析行业发展走势的成因，为国家宏观经济调控和指导企业经营提供了重要依据。所以麻雀虽小，但五脏俱全，观一星而知天下，多好的东西啊。

最后，PMI 问卷调查直接针对采购与供应经理，取得的原始数据不做任何修改，直接汇总并采用科学方法统计、计算，保证了数据来源的真实性。我们很多经济数据受到质疑的原因即来自于统计过程中的人为调控，数据与实际感受不符，使得我们在应用过程中无所适从，而 PMI 的统计方法简单易行，不但注水手段少，更重要的是，这个指标不像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CPI之类过于敏感，不至于成为政策调控的基准指标，被操纵的可能性小，使我们能相信其真实性，而真实，对于投资来说，意义那是相当重要的。

作为一个经济指标，既迅速，又全面，而且诚实可信，简直是才貌双全，有啥理由弃之不用?

PMI之投资者情绪

可能以上的三部分内容大家能够理解并认同，因为要么是大家之言，要么是百度之言，有理有据，有引有用。但看到PMI能够衡量投资者情绪，可能上来先说个“切”字吧，毕竟哪个版本的说明书，也从来没提过PMI还有这个功用。

之所以我们认为这个指标还具有这个附加功用，原因还是来自其编制方法。

一份可信度高的调查问卷的设计需要遵循三个原则：一是简练，即所提的问题尽可能简练，尽量减少被调查者的占用时间，以便提高调查的回收率；二是易答，即提的问题均是企业较为熟悉、较为关心、容易回答的问题，一般不采用技术性强的专业术语；三是定性，即几乎所有问题都采用定性选择的方式，不需要定量计算。调研对象对问题的回答以封闭式为主，同时为了获得更多的信息，以便对行业的经济活动做出深入分析，对问题的回答也带有一定的开放性，要求调查对象对其经营活动和商务环境做出总体评价。

按以上编制方法，我们可以看到，首先，**PMI的调查对象是人，而非企业。这其中的差别在于，人是主观的，而企业则是有数据支持的，相对而言，是客观的。而人的定性判断，多是从感觉出发，即使有数据支撑，也比单纯的数据附加了大量的情绪因素，也即动物精神。当时的处境，促使其有极大可能对未来做出预期，并且放大自己的悲观或乐观。**因此，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果 PMI 数据开始回落了，说明调研的时点已经在回落了，并且采购经理人有动力依据这个判断缩减自己的采购行为，促使预期实现。而如果 PMI 上涨了，说明调研的时点已经开始乐观了，并且这个预期能够促使采购经理人赶紧多购入存货，促使乐观预期加快实现。

从这个意义上来说，**PMI 首先就可以作为经济的先行情绪指标，而且这个指标具有自我实现的动力。这意味着不但知道目前的时点是什么，而且可以预计未来的时点是什么，善莫大焉。**

再延伸一下，PMI 也可以成为衡量股市投资者情绪的指标之一，理由在于股市是经济的“晴雨表”，股市提前反映经济面，而 PMI 是经济面的先行指标，提前反映经济面。两者勾兑一下，岂不是股市与 PMI 之间同步性更大一些？谁知道呢……其实这是个玩笑了，实体经济的投资者与股市的投资者都是人，而情绪，是不分市场的。

看看吧，在纷杂的指标沙漠中，能挑出两个指标可以覆盖政策面、资金面、经济面及投资者情绪，无疑是沙漠中的绿洲，除非像是有着无数的骆驼背着淡水陪伴你渡过漫漫沙漠那样，有无数的研究员为你提供各种指标的分析，否则，这俩指标可能就是你的仙人掌呢，深挖一下，或许会有惊喜的水源呢。

深入讨论：投资分析中的结构主义框架

在投资研究的辩证法中，我们把趋势主义与结构主义作为一对辩证统一的词。一个大趋势终结，另一个大趋势开始，是一个典型的、完整的趋势主义周期循环。但任何趋势的转换与矛盾的更迭，都是需要时间的，虽然相对于一个上涨或下跌的趋势而言，调整的时间总是相对较短，但这个较短的时期，足以把投资者折磨得死去活来。所以，在这样的转折期、调整期、纠结期和积累期，趋势主义让位于结构主义，结构主义框架成为此时的主导逻辑。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当中国的经济周期结束了黄金十年，同时又遭遇了1978年以来制度周期的黄金三十年末端，两者共同导致的结果就是一个大趋势的结束，而一个新的趋势尚未确立。应对旧有趋势的惯性以及探索新趋势的迷茫，使得我们面对新的投资环境异常的纠结。有人说，格林斯潘用模糊的语言传递了清晰的信号，伯南克用清晰的语言传递的是模糊的信号，但无论模糊还是清晰，这对成熟的经济体似乎都不是问题。而对于中国这样还在成熟道路上的经济体，对于其经济、政策及投资环境，似乎任何表述都有其合理性，任何表述却又有其局限性，无论是模糊的还是清晰的，总是有不尽如人意的地方。现在我们的问题就是，**在没有趋势的形势下，如何去判断未来的方向。**

牛顿力学的研究方法，是以质点为对象，着眼于力的概念，在处理质点系统问题时，须分别考虑各个质点所受的力，然后来推断整个质点系统的运动。通俗点说，就是通过研究影响趋势的各因素，最终判断合力的方向与力度。对于目前的中国，在一定时期内或许还体会不到新的制度方向，一波刚刚过去的传统的衰退周期也不能给我们中短期以趋势上的指引，一个旧趋势的结束，一个新的趋势尚未形成，在这个纠结的资本市场中，在以年度为考核周期的机构投资者眼中，这种中短期趋势恰是投资决策的基本，所以，为了应对模糊的趋势，结构主义分析法，成为合适的分析框架。这就是，**长期看我们都将死去，这是长期趋势的问题，可是明天我们如何生存，则是结构主义可以解决的问题。**

我们之所以认为结构主义能适应现在的资本市场，实在是因为结构转型期，任何一种结果都是由结构性因素共同合力促发而成的，过去三十年的由一种单一而又强大的力量主导方向的趋势时代似乎已经过去，任何经济或政策决策，简单的单因素主导论所引致的所谓“一刀切”、××挂帅等决策行为，都将成为过去，从而，无数的结构性因素面临群龙无首的状态，这时，意味着**任何一种因素所扮演的角色都应得到重视，这就是结构主义的用处所在，在一个模糊的趋势下，哪种力量会成为主导中短期趋势的力**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量，同时相应制衡的力量又有哪些，并且，何时会有一个转化，由附属的力转化为主导的力，也就是辩证法所谓的由量变到质变。特别是在结构性转型时期，新的主导力量逐渐孕育，当时机来临，某些结构性的因素就会成为主导，成为新一轮经济与政策趋势性周期的主导。

结构主义的力量恐怕超乎我们目前所能感受到的，依然需要一些时间与经历加深我们的印象，理论性的暂且不提，我们先体会几个目前的实例，来分析我们所面临的中短期趋势，同时也体会一下结构主义框架的力量。

整体性的政策紧缩与结构性的政策宽松

在我们的政策调控语录中，最常听到的就是“有保有压”这个词，这应该是结构主义在中国的特色表现，体现了政府具体问题具体分析的科学态度。从 2010 年年底开始，通货膨胀就已成为宏观调控的第一要务，在此指导下，以整体性政策紧缩为主要基调已持续至今，以货币的数量调控与价格调控为主要武器，力度甚至强于历史上的任何时候，由此还引发准备金率有没有顶的争论。整个经济面与资金面都面临着极大的压力。从这些描述上看，按传统思维，似乎目前正是通胀挂帅，各种手段来进行“一刀切”的通胀治理方式。应该说在一定时期内这么做是正确的，而且在问题的前期往往都会这样，即由于政策本身对事件的滞后效应，导致其必然有调控过度的冲动。但在后期，同样是由于滞后效应，负面效果逐渐显现，这时，“一刀切”的步伐逐渐慢下来，同时，其他辅助性政策开始出现。比如，水利、高铁、核电、七大新兴产业等领域开始不断得到政策与资金的支持，与整体性的经济冬天相比，行业的结构性春天似乎才刚刚开始，宏观的“一刀切”转化到“有保有压”，这时，就意味着新的方向已经到来。比如到现在，通胀问题在政府心中的重要地位，必然是逐步下降的，而伴随着实体经济的逐渐滑落及硬着陆声音的再次复燃，可能很快就面临着“保增长”对“防通胀”的替代，对于资本市场而言，这样的转折无疑具有拐点性意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整体性的资金紧张与结构性的资金宽松

存款准备金率的拉高不断刺激人们的神经，高度的刷新，不停地提示投资者市场中的紧缺资金面。2011 年 6 月底，各个资金市场的利率都维持了很高的水平，银行间、交易所、上海银行间同业拆放利率（Shibor）等，都超过或达到 10% 的水平，还导致市场中投资者抛售一些其他长期限品种，来博取短期的拆借收益，资金成本之高可见一斑。同时，一直作为拥有强大谈判能力的商业银行，为吸收存款而付出的疯狂努力，更加提示着人们这种资金的冻结程度。

而这时，令人惊异的是，在一些其他的结构性领域，竟然面临着充裕的流动性。比如银行的理财产品，用其高昂的利率吸收了大量的活期资金，虽然被看做银行吸储的结果，但能为银行间市场的流动性紧张提供一个反证。

再比如，本意是打压地产的各类货币调控，却在一定时期之后，发现地产价格并没有下降，而地产商的资金面，似乎也没有按预期降下来。然后我们又会发现，各类地产信托层出不穷，原来，地产商不进行地产变现而导致的现金流紧张，已经由来自银行间的流动性通过信托补充进去了。这里，特别地凸显出结构性的威力，这足以让本来理所当然的政策效果发生了转向，地产价格这个真正的敌人还在，而其他实体经济领域却遭受了严重打击，开始面临流动性危机，温州民间借贷问题已经开始爆发了。目前，实体经济的流动性已经异常紧张，M1 已经接近历史低位，这时，是考虑政策由“一刀切”向结构性转变的时候了。

整体性的地产调控与结构性的保障房推进

对目前的状况而言，房地产调控是一个政治问题，而保障房则是一个经济问题。在一个经济、政治大周期过去之后，地产原有的经济支柱地位必然被替代，这曾经是一个经济问题，但现在已经成为一个政治问题。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一个需要时间的过程。在这个过程中，地产由于其占 GDP 的份额，使得我们只能接受地产缓慢退出的一个过程。这时，就需要保障房这个结构性因素予以突出，来解决政治问题中的经济问题，这同样是结构性主义在实际经济中的体现。目前最新的消息是，地产企业通过发行中票等渠道筹资进行保障房建设已经得到许可，投资者最为担心的保障房资金问题得以解决，作为结构性因素的保障房力量进一步增强，量变与质变之间的转换，又更进一步。

整体性的货币通胀与结构性的猪通胀

通货膨胀归根结底是货币问题，这已成为资本市场广泛接受的金科玉律，也是目前我国大规模回收流动性的理论依据。但出乎意料的是，在大规模资金回收进行几个季度以后，CPI 指数却不断地超预期，甚至预计 6 月份会超过 6% 的幅度，这时候，货币作为短期通胀的解释，似乎无能为力。其实我们会发现，从 2011 年以来，造成 CPI 不断超预期的，正是作为 CPI 指数中结构性因素的猪肉价格导致，原本的货币通胀，却在一段时间之内诙谐地转变成猪通胀，这让我们刚刚接受的传统分析框架情何以堪?

这确实是结构主义框架的经典演绎，相信很长时间内，我们都不会忘记猪通胀给予我们的警示意义。

整体向上趋势下的结构性牛市与结构性熊市

经济周期的角度看，中国经济从 2008 年开始就已步入经济周期的下行区间，到现在已经接近三年，逐步迈出复苏的步伐，应是确定的。而在大趋势确定的形势下，从 2008 年的单边下跌，2009 年的单边上涨，2010 年的结构性牛市，到 2011 年以来的结构性熊市，这一系列走势向我们演绎了周期转变过程中资本市场的演绎路径。最有代表意义的是 2010 年及 2011 年，从单边、明确的货币政策方向，逐渐转为退出，而在新的方向尚未明确的形势下，资本市场的反应是这样的纠结，如此的结构性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上五个案例，向我们清楚地表明了，结构主义在中国，已经成为最适当有效的分析框架，先前的任何一种单边的、一刀切的、武断的经济或政策决策已不能行之有效，任何原因所导致的结果，可能也由于结构性因素的存在而多元化，从而，简单的分析框架也不能适应需要，结构性的分析框架必然会得到有效利用。

最后，既然是结构性，就意味着弱平衡。可以想见，如果央行对表外资产例如理财产品、信托等进行清理，那么目前的结构性弱平衡会被打破，是不是这些表外流动性会很快回到资本市场呢？如果猪肉价格会很快回落，那么结构性的猪通胀会不会再回到货币通胀呢？

更深入地思考一下。在投资分析的辩证法中，我们把趋势主义与结构主义作为一对具有辩证关系的词。当一个合力的方向非常的明确，甚至很强大，大到足以裹挟其他无数影响因素而朝着一个方向高歌猛进时，趋势主义是主要矛盾，把握趋势是生存与发展之道。**但强弩有末，一旦决定大方向的因素影响力逐渐势微，则大趋势受阻，大趋势中被裹挟的众多因素开始发挥更强大的作用，逐渐由量变到质变，索罗斯的反身性效应发挥作用，一个大趋势终结，另一个大趋势开始。这是一个典型的、完整的趋势主义周期循环。**

但这里最为重要的问题是，任何趋势的转换与矛盾的更迭，都是需要时间的，虽然相对于一个上涨或下跌的趋势而言，调整的时间总是相对较短，但在这个较短的时期，对投资者而言却是焦虑而漫长的。**所以，在这样的转折期、调整期、纠结期、积累期，趋势主义让位于结构主义，结构主义框架成为此时的主导逻辑。在一个结构主义框架中，上一个趋势原本的主导因素影响力衰弱，新的影响因素逐渐显现，经过一番纠结和调整，新的主导因素得以突出，逐渐成为新趋势的主导力量，一个新的趋势即将开始。**并且，即使在一个趋势之内，也并不是一帆风顺的，也同样有纠结，有犹豫，这时，**在趋势主义的框架下，适当运用结构主义进行分析，对于判断长期趋势下的短期方向，是极为有效的。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以总结来说，**结构主义框架的适用范围在于两个趋势之间的那个转换期，以及一个趋势下的短期波折。**如果对比于经济周期，或许更容易理解，我们借用著名的投资时钟图进行了简单的标注，可以看出，**在经济周期的繁荣与衰退阶段，有着向上或向下的明确趋势，此时趋势主义是适用的分析框架。而在复苏与萧条阶段，正是繁荣与衰退之间进行相互转化的时期，没有明确的方向，没有明确的趋势，各种因素纠结在一起，此时，当然，结构主义是合适的分析框架。而在繁荣与衰退的大趋势下，也依然会有反复，会有波折，这种短期的波动对于趋势没有决定性影响，但对投资而言，这类波动却是极为重要的，因此，大趋势下的短期波动，也是结构主义分析的适用领域**（见图2-3）。

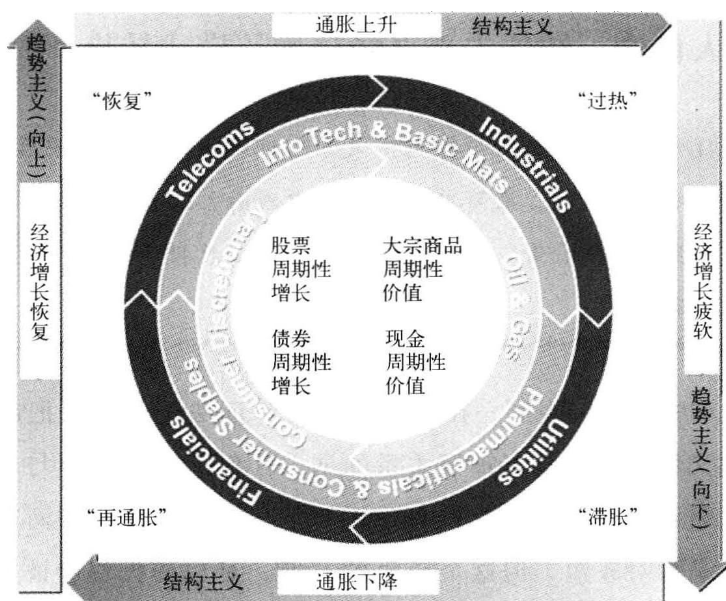


图2-3 趋势主义与结构主义的适用周期

无疑，从长期的视角看，现在的中国处在经济、政治结构转型的大时代，调整、纠结、震荡将是未来我们要面临的经济与政治环境的主旋律。

从中短期看，现在的中国处于一个典型的、艰难的复苏期。之所以说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是典型，是因为此次经济增长放缓的诱因是百年一遇的金融危机，在其突发性的打击下，中国政府紧急推出大规模货币扩张政策以挽救危险的经济局面，在初期，对于挽救经济而言，效果显著，中国不但避免与金融危机共振，更加率先走出衰退，步入复苏。但伴随着经济的逐步恢复，该货币扩张政策的后遗症开始显现，通货膨胀与经济减速相伴，宏观政策陷入囚徒困境，这造成了中国经济复苏路上的艰难。

在长、中、短周期的共同过渡期、调整期、转折期和纠结期，结构主义框架恰逢其时，掌握结构性因素的转变与转化，对判断未来的方向具有极大意义。

深入讨论：结构主义之经济增长模式转换

在我们确立了趋势主义与结构主义的辩证统一的分析框架后，本节就使用结构主义分析框架，来简单分析目前中国面临的发展问题与未来的经济方向，然后进一步看看，这种逻辑上的演进，对投资分析及投资领域会有怎样的指导意义。

在上节中，我们提到，在投资分析的辩证法中，我们把趋势主义与结构主义作为一对具有辩证关系的词。任何趋势的转换与矛盾的更迭，都是需要时间的，虽然相对于一个上涨或下跌的趋势而言，调整的时间总是相对较短，但这个较短的时期，足以使投资者被折磨得死去活来。所以，在这样的转折期、调整期、纠结期、积累期，趋势主义让位于结构主义，结构主义框架成为此时的主导逻辑。在一个结构主义框架中，上一个趋势的原本的主导因素影响力衰弱，新的影响因素逐渐显现，经过一番纠结与调整，新的主导因素得以突出，逐渐成为新的趋势的主导力量，一个新的趋势即将开始。并且，即使在一个趋势之内，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也并不是一帆风顺的，也同样有纠结，有犹豫，这时，在趋势主义的框架下，适当运用结构主义进行分析，对于判断长期趋势下的短期方向，也是极为有效的。

本节，我们就试图用结构主义的分析框架来分析一下我们面临的宏观经济问题，看看是不是能找到一些方向。

我们从经济成长阶段的角度入手。罗斯托的经济成长阶段论是在考察了世界经济发展的历史后提出的，它正确地强调了国际贸易对一国经济发展的重要性，对落后国家追赶先进国家具有重要的指导意义，所以是一种重要的现代化理论。

罗斯托经济成长阶段理论认为，人类社会发展共分为六个经济成长阶段：一是传统社会，其特征是不存在现代科学技术，生产主要依靠手工劳动，农业居于首要地位，消费水平很低，存在等级制，家庭和氏族起着重要作用。

二是为起飞创造前提的阶段，即从传统社会向起飞阶段过渡的时期，在这一时期，世界市场的扩大成为经济成长的推动力。

三是起飞阶段。起飞就是突破经济的传统停滞状态。实现起飞需要三个条件：一是较高的积累率，即积累占国民收入的 10% 以上；二是要有起飞的主导部门；三是建立能保证起飞的制度，例如建立使私有财产有保障的制度；建立能代替私人资本进行巨额投资的政府机构等。罗斯托认为，一国只要具备了上述三个条件，经济就可实现起飞，一旦起飞，经济也就可以自动持续增长了。在西方国家中，英国在 18 世纪的最后 20 年里实现了起飞，法国和美国在 1860 年以前的几十年里实现了起飞，德国是在 1850 ~ 1875 年，日本则是在 19 世纪最后 25 年。

四是走向成熟阶段。这是起飞阶段之后一个相当长的，虽有波动但仍持续增长的时期。这是指一个社会已把现代化的技术有效地应用到了它的大部分产业的时期。在这一阶段，国家的产业以及出口的产品开始多样化，高附加值的出口产业不断增多，厂家和消费者热衷新的技术和产品，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的重点从劳动密集型产业转向了资本密集型产业，国民福利、交通和通信设施显著改善，经济增长惠及整个社会，企业开始向国外投资，一些经济增长极开始转变为技术创新极。几个主要的资本主义国家进入成熟阶段的时间为：英国是在1850年，美国是在1900年，德国是在1910年，日本是在1940年。

五是大众消费阶段，在这一阶段，主要的经济部门从制造业转向服务业，奢侈品消费向上攀升，生产者和消费者都开始大量利用高科技的成果。人们在休闲、教育、保健、国家安全、社会保障项目上的花费增加，而且开始欢迎外国产品的进入。目前主要的发达国家都已进入这一发展阶段。

六是超越大众消费阶段，该阶段的主要目标是提高生活质量。随着这个阶段的到来，一些长期困扰社会的老大难问题有望逐步得到解决。

目前中国整体上应处于第三阶段的中后期，由起飞阶段向成熟阶段过渡的时期，但由于经济全球化的共振效应以及2008年金融危机为全球经济确定了统一的新经济周期的起点，这使得我们提前拥有了成熟阶段后期的特征，即结构性的，我们已经处于向大众消费阶段的过渡时期，将目前我国的经济基本特征与大众消费阶段的特征相对比就可以看出这些特征。这就符合了我们关于一个趋势向另一个趋势的过渡阶段的提法，并且，由于中国经济的复杂性，竟然存在两个趋势性转换相叠加的局面，即经济起飞阶段向成熟阶段局部过渡与成熟阶段向大众消费阶段局部过渡的叠加，过渡时期的纠结与复杂更深一层。

以上是我国提出结构转型的大背景。从转型的提出到现在，已经有很长时间了，表明这个过渡期、转型期的艰难与漫长。**经济成长阶段转换最重要的转变在于，经济的主导逻辑在发生结构性转变。**如工业化是创造财富，效率优先，兼顾公平。在工业化后期，为效率而损失公平的后果逐渐累积，使得后者的地位逐渐上升，逐渐成为主要矛盾，此时，由之前的创造财富向公平的分配财富转换，这将是新趋势转换时期的主要逻辑。对于中国而言，以发展为纲，以GDP为考核基准的状态，将会逐渐发生转变，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与民生相关的指标，将逐渐成为考核政府业绩的重头。而与 GDP 考核所伴随的政府行为，例如投资、基建、地产、高铁等以投资带动经济增长的模式也会逐渐发生转变，而促进服务业、新兴产业、节能环保之类与服务、消费相关的发展模式，会逐渐占据主流。这就是经济成长阶段对于经济主导逻辑，进而对经济发展模式转换的具体要求。

2011 年发生的高铁事故，让人在心痛的同时，也让人意识到中国经济的模式需要转换。转换的核心之一，就是大幅降低发展速度，尤其是投资速度，提高安全，提高质量。这种现实的要求，是与经济起飞阶段向成熟阶段转化所要发生的变化相印证的。从资本市场暴跌 3% 的反应来看，民众及投资者对于目前资本市场的不满，已经促使他们做出了用脚投票的决定。

所以，需要认清我们未来面临的是一个极为艰难与缓慢的过渡期、调整期，原有的发展模式将逐渐被替代，**所谓的降低 GDP 预期到 7% 并非是空穴来风，也并非政府主动调控而为之，这是经济发展阶段的必然要求，**无法跳过。当经济主导逻辑发生结构性的转变，未来政府主导的经济增长模式也会相应转变，那么原有的趋势会逐渐成为过去，必须形成新的投资模式以应对未来的转型期，同时，为新趋势的形成做出准备。

以上是从经济成长阶段理论对经济增长模式转换做出的理论预测，事实上，从经济的基础层面，已经开始具备进行这样转化的具体要求及条件。我们从经济的三驾马车来做个简要分析。

经济的三驾马车为投资、出口及消费。从中国经济发展的历史来看，前两者发挥着核心的作用，但到现阶段，这两驾马车明显遇到发展的瓶颈，这是经济发展的必然规律，也是中国特色经济发展的必然。居民储蓄及外汇占款提供了丰富而又廉价的资本，使得投资成为发展经济有效而低成本的手段，这从过去 30 年的历史中可以看得很清楚。但目前这种手段开始受到制约，由于金融杠杆的不断提高，地方债务平台为代表的金融系统风险开始逐渐显现，加上 2008 年、2009 年为应对金融危机而实施的超级货币刺激计划，使得目前累积了前所未有的金融风险，不但累积的量大，而且还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有高杠杆，在未来很长一段时间，我们都要面对消化这种风险的艰难时期，去杠杆成为金融系统的主要任务，廉价、安全与充沛的资金成为过去，投资作为经济的一驾马车，虽然会继续保持重要地位，但这是稳定的需要，已经没有继续成为经济发展主要引擎的机会。

出口是外汇占款大量增加的主要原因，甚至是成为我国目前巨额货币体量的重要原因。这与刚才提到的投资的廉价资金相对应。投资与出口生产、制造一起，成为过去30年经济发展的主要动力。但发展到现在，一方面中国制造占世界市场的份额已超过20%，几乎没有再向上的空间，另一方面作为中国制造的核心竞争优势的低价劳动力成本，已经开始削弱，并伴随着向财富分配为主要逻辑的阶段转变，劳动力成本还会继续提高。所以，原有的出口模式将很快成为三驾马车中最弱的一驾。

那么现在看来，三驾马车中唯一可以指望的就是原来最弱的消费了。家电下乡、汽车减税等，表明政府已经注意到这一点。在由成熟阶段向大众消费阶段过渡的时期，消费为王，这是本质性的要求。甚至从产业发展角度，投资、出口为代表的工业，也会逐渐失去经济的主导地位，而**第三产业必将崛起，成为新的经济支柱。**

从对三驾马车的分析中可以看出，经济发展的现状，形成了对经济成长阶段转化的需求，因为现有模式难以为继，必须要有所突破。而从证券市场投资分析的角度看，过去以投资、出口为主要逻辑的投资领域如地产、银行、基建之类，或许不会再有繁荣出现了，而会更有可能平稳的发展，行业集中度逐渐提高，最终形成几家大型企业维持生存状态。而向分配财富的倾斜，会使民众具备进一步的消费能力，产生需求。同时在从经济成长阶段向大众消费阶段迈进时，以消费为核心的产业则会逐渐崛起，如生物医药、医疗保健、信息技术、旅游餐饮等，这些领域将会成为新的重要投资领域。如此，投资领域也将会发生结构性变化。

以上，用结构主义的分析框架，从经济成长阶段的视角，分析了中国经济主导逻辑的转换，进而对经济发展模式转型，以及经济的三驾马车的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结构性变化，进而对导致未来具有吸引力的投资领域的结构性变化等方面进行了粗略的论证。这是结构主义框架对未来宏观经济方向所做出的分析及预测，高铁事故的发生，或许会成为一个促进事件，加速这种转型的进程。下节我们将使用这个框架，看一看产业内部正在发生的变化。

深入讨论：结构主义之行业案例

在分析了结构主义与趋势主义的框架后，我们又利用结构主义框架分析了中国经济增长模式转换的问题，那么本小节，我们将再细化一些，看看在行业内部，结构主义框架是否有用武之地。

汽车行业

汽车行业一般意义上看，属于制造业，从股票市场属性上看是周期行业，所以对行业部署投资策略时，首先要进行对宏观经济的分析、对消费的分析等，然后再转到对行业的具体分析、对公司的具体分析上。这也是多数周期性行业的一般分析思路。但如果行业遇到了结构性的问题，这种情况就不太适用了。

我们搜集了相关资料，以下数据主要来自券商的行业报告，现引用如下。

汽车行业是一个竞争性的行业，尤其是对品牌众多的国内乘用车市场而言，下游消费者完全分散、客户关系黏性低、消费者偏好的多变及企业自身产品更新的有效性，决定了公司分化是汽车业的常态。即使在 2008 年行业景气大幅下滑阶段，上海大众、一汽丰田的净利率较 2007 年仍有提升。

目前汽车行业整体赢利能力不会出现全行业大幅调整（大周期调整），但不代表不会出现阶段性的赢利能力小幅的结构性下滑（小周期调整），事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实上这种调整在2010年上半年、2011年上半年就已出现。

在对国内汽车行业主要合资公司、自主品牌、商用车公司2005～2010年的净利润率情况做出比较之后，有如下一些发现：

2010年与2006～2007年平均净利率比较：① 合资乘用车公司中，东风悦达起亚、北京现代、上海大众、东风集团（东风日产＋神龙汽车＋东风本田）赢利能力大幅跃升，广汽集团（广汽本田＋广汽丰田）、长安福特马自达、长安铃木赢利能力下降，上海通用、一汽丰田、一汽轿车净利率虽然提高，但幅度较小；② 自主品牌乘用车公司中，比亚迪、长城净利率下降；③ 商用车公司中，福田净利率大幅提升，潍柴、江铃、宇通、江淮净利率提升，但幅度有限，重汽、金龙净利率下降。

2010年与2009年净利率比较：① 合资乘用车公司中，一汽轿车净利率下降（2010年的净利率也低于2008年），一汽丰田、长安福特净利率小幅提升，其他合资公司提升幅度较大；② 自主品牌乘用车公司中，长城净利率提升明显，而比亚迪、吉利净利率都明显下降；③ 商用车公司中，除宇通略下降外，基本都较2009年有所提升。

以上分析表明两点：

首先，与投资者普遍认为2009～2010年高景气使汽车行业赢利能力达到了难以维持的高点不同，部分公司赢利能力的大幅跃升是与另一部分公司赢利能力的下降相对应的，大部分竞争地位相对稳定公司的赢利能力也有明显提升，但幅度一般不超过30%，行业整体赢利能力提升的幅度没有我们观察个体公司（如竞争地位上升的上海汽车）时那么突出。

其次，2010年与2009年相比，主流的自主品牌乘用车公司赢利能力已明显下滑。如我们再比较2011年中期与2010年全年的净利率，由一季报和销量环比已可推断出，无论乘用车、商用车行业，大部分汽车公司2011年中期的赢利能力较2010年全年水平下降，即行业赢利能力小幅的、结构性的调整实际上已经发生。

我们会发现，在汽车行业内部，结构性分化已经非常明显，部分公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的赢利能力提升与部分公司赢利能力下降相对应，形成结构性变化。部分公司的竞争能力提升与部分公司竞争能力减弱相对应，形成结构性变化。行业的整体赢利能力下降，与部分公司赢利能力维持稳定或者增长相对应，形成结构性变化。

对于一个行业来说，特别是制造行业，伴随生产技术的成熟与行业整体增长空间的限制，内部发生结构性变化是必然规律，在一般规律下，行业集中度会逐渐提高，形成少数寡头，享受稳定的收益率，20%的公司赚行业80%的钱。而众多小公司，总逃不了破产或被兼并的命运，这是一个行业由兴起到成熟的必然之路。再然后，就会逐渐出现行业的颠覆者，重新开始一轮演变。因此，面对一个从成长到成熟的行业，分析框架也要从趋势主义转向结构主义。趋势主义只适用于成长的阶段，当时方向一致，增速也快，技术创造也层出不穷，是一个比速度比创新的时期，也正是英雄鹊起的时代。但在行业步入成熟阶段后，趋势走平，波动减弱，技术成熟，英雄迟暮，是比规模、比成本的时期，此时少数人才能走到最后，因此，结构主义框架更加适用。

在汽车行业逐渐发展成熟，寡头逐渐形成，那么以其为代表的股票，在资本市场中的属性将由周期行业为主转向消费行业为主，波动会减弱，与大盘走势的相关性也会减弱，这方面，对比一下酿酒板块的属性就清楚了。那么，在汽车板块中，哪个会成为最后的“茅台”与“五粮液”呢？这是第5章我们要讨论的问题了。

家电行业

伴随产业的发展及消费升级，家电行业内部也已经发生了很大的结构性变化。先看以下数据。

彩电是我国城镇和农村居民保有量最高的大家电产品，十年前火暴的彩电行业已经步入成熟阶段，国内上市公司寡头格局也基本形成，以海信、海尔及若干国外巨头为代表。城镇市场已接近饱和，需求主要以更新换代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为主，而农村市场虽然仍有一定增长空间，但也较为有限，未来彩电市场整体增速仅能保持个位数的水平。我国社会的彩电存量接近5亿台，而平板电视内销量累计至今也仅仅约1.1亿台，仍有3.9亿台需要替代；同时，2011年1~5月，LCD电视占我国彩电内销量的比重为86.6%，也仍有进一步提高的空间。基于以上两点，2011~2013年我国LCD电视内销量仍可保持10%左右的增长速度，这代表了一个典型的成熟制造行业的增速。

据产业在线数据显示，2011年1~5月，冰箱内销量2 716万台，与去年同期相比，增长了21.6%；洗衣机内销量1 545万台，同比增长了22.1%。冰箱、洗衣机类白家电行业2011年也实现了较快增长，但增长幅度有一定下滑。洗衣机行业受益于家电下乡政策的程度要低于冰箱，主要是因为我国农村居民家庭洗衣机保有量高于冰箱保有量；同时，部分地区因为用水条件不具备，也限制了对洗衣机的消费。近几年由于行业景气度高，各大厂商纷纷扩产，很多中小厂商也死灰复燃。我们不但看到了龙头厂商向三、四级市场拓展渠道，也看到了一些不知名的品牌向一二线市场进军。然而，随着行业增速逐渐回落至自然增长水平，冰箱、洗衣机行业未来将面临供应过剩的局面，竞争无疑将会更加激烈，行业可能面临新一轮的洗牌，企业生存的规模门槛可能大幅提高，中小厂商将会面临较大的生存压力，行业的集中度有望提高。

2011年1~5月空调内销出货量2 692.7万台，同比增长31.1%，远远超过其他家电产品。2011年第一季度，空调内销增速逐渐下滑，但四五月份增速又回升至30%以上的水平，打破了之前的增速开始放缓的预期。

油烟机、燃气灶等厨电产品与房地产相关性较强，持续的房地产调控影响了对这类商品的需求，而保障房带来的新增需求又尚未形成。

现有的主要小家电商品基本都已经过了成长期，逐渐进入成熟期，而当前市场上并无具有较强吸引力的新品类小家电出现，行业缺乏创新，也就缺乏新的增长点。相比黑电和白电，小家电行业利润率较高，而进入门槛较低。在这一市场，美的已树立霸主地位，苏泊尔也逐渐脱颖而出，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在厨电领域，市场集中度仍然不高，方太、老板稍稍领先，但并无明显优势。

2011 年上半年，我国大家电出口整体平淡，只有空调有出色的表现。根据产业在线统计，1 ~5 月份冰箱出口 765 万台，同比增长 4.6%；洗衣机出口 717.4 万台，同比增长 8.4%；彩电出口 2 251.1 万台，同比下降 3.2%，其中 LCD 电视出口 1 794.1 万台，增长 6.2%；空调出口 2 884.4 万台，同比增长 32.8%。

以上的数据表明，在一个传统的、中国具有领先优势的家电领域，依然时刻存在着不断变化的结构性特征。十年前繁荣的彩电逐渐衰落，寡头已经形成，依靠升级换代来获取稳定收益。冰箱、洗衣机产品需求空间扩大有限，很快步彩电后尘。空调行业集中度逐渐提高，目前行业寡头刚刚形成，依靠技术升级保持较高毛利率，依靠向农村及海外市场的扩张获取较高增速，目前处于黄金发展时期。而小家电领域处于新兴领域，毛利率高，门槛较低，诸侯并入，是争夺市场份额及地位的时期，此时是寡头形成前的竞争阶段，空调行业的现在会是他们的将来。

一个貌似大同的行业内部，却发生着不同的变化，有着不同的发展阶段与路径，这种精彩纷呈的结构性特征为结构主义框架提供了发挥的空间。不同风格的投资者，自然会依据其结构性特点，去选择各自偏好的股票，而不是在趋势性的市场中，对整个板块加仓，这就是结构主义框架在结构主义行业中发挥的独特作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

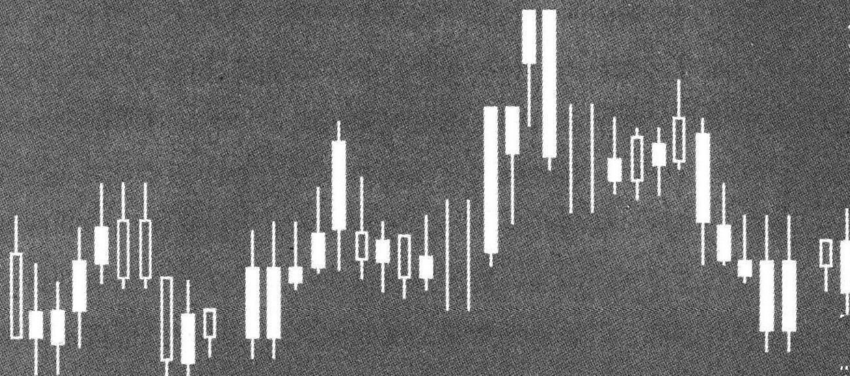
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 投资政策面分析陷阱

本章导读

在分析了基本面之后，本章我们将会讨论影响资本市场运行的另一个重要方面，政策面。政策面对于全球资本市场来说，都是影响较重的因素之一。但在深厚的历史积淀背景下，在建设具有中国特色社会主义理念指引下，中国在经济、政策、企业及资本市场运营方面，都有着与众不同的特征，不论与发达国家比，还是与发展中国家比，无论是欧美市场，还是亚洲市场，我们都不能简单地以西方的经典理论、以其他市场的历史或特征来判断我国市场的运行轨迹。因为中国有自身的运行逻辑，这决定了我们不能简单地根据20年前的日本来判断今天的中国，那依然是一个陷阱。

我们在本章归纳了中国资本市场运行背后的几个重要逻辑，一是中国资本市场长周期的历史逻辑，即中国资本市场宏观调控逻辑。二是过去30年中国改革开放巨大成就的背后，作为宏观调控逻辑具体体现的货币逻辑。从而也引申出货币化对于发挥生产要素效率的讨论。这其中的核心在于，中国资本市场的核心逻辑，将在很长时间内仍是宏观调控指引整体方向下的各种演绎。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策面分析陷阱一：股市是经济的“晴雨表”吗

中国真正意义上的工业化或市场经济的发展，不过是在近现代才刚刚开始，从经济起飞阶段向经济成熟阶段的过渡，也不过是最近十几年的事情。这使得中国的经济缺少历史性，没有完整的经济周期与经济规律作为分析的依据。所以，流行的分析方法之一就是借鉴在经济发展道路上处于领先地位的国家的发展理论及路径，作为分析预测中国的经济方向进而提供投资决策支持的依据。从理论上来说，这是一种可行的分析方法，因为工业化等发展方式都有规律可循。但这只解决了基本的问题，要想对在中国的市场投资决策形成支持，这还不够，还必须理解中国资本市场独特的逻辑，也就是本节要探讨的中国资产市场长周期的历史逻辑、中国资本市场独特的宏观调控逻辑。

本节篇幅不长，却异常重要，中国资本市场的调控逻辑，与本书前文中的安全边际、结构主义框架、第 4 章的估值体系框架及第 5 章的竞争优势框架，共同构成了本书的核心部分，大家务必予以关注。

经济先行者与领先者的经济发展理论有很多，经典的有经济周期理论、经济成长阶段理论等，这对中国的经济分析与预测提供了基本的理论基础与分析框架，在宏观分析上，很难摆脱其影响，可见这些理论的重要性。所以，用经典的西方经济学来分析中国，理论上是可行的。但问题在于，这只是对宏观经济的长期趋势分析，只是在理论上可行，现实的条件、历史的背景，都将成为这些理论框架的约束，使得对西方理论的完全套用并不可行。所以，直接照搬照抄经典理论，对中国资本市场进行投资分析，还远远不够，像是在天上飞，还难以落地。但是很多的分析者并没有意识到这一点，从经典理论直接到投资建议，不去考虑约束条件是否真实，是否符合国情，结果损失惨重，反倒回过头来抱怨经济理论的实效性。其实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论没有错，只是限制条件变了。

对于资本市场，有个经典的语句，即“股市是经济的晴雨表”，往往被奉为真理，高高地挂在投资的殿堂上，被各路价值投资者顶礼膜拜，也成为基本面分析者赖以生存的根本。这个经典延伸出的投资分析逻辑，就是研究经济基本面，然后对投资决策形成指导。然而，这个观点在A股市场却未必适用。不是说不正确，而是不准确，因为它只说出了中国资本市场真正逻辑的表面部分。

那么，中国资本市场真正的逻辑是什么呢?

在中国的资本市场的主导逻辑是调控与监管。这不仅仅是最近十年的问题，而应该说是几千年历史性的问题。中国历史的发展路径，决定了在中国国家治理过程中，监管与控制存在的历史性及必要性，没有必要的宏观治理，恐难以驾驭这样一个有着长久历史的广袤国家。**对于中国，越是繁荣的时代，越是会有有效的政府调控。而这一趋势，在可预见的未来中是不会改变的。**

因此在中国，历史决定了政策调控与方向把控的重要性，这使得在我们的发展路径中，必然要与监管和调控同行，这应当是一种符合国情的选择，之所以在建国后的相当长一段时间内奉行计划经济，恐怕就是这一逻辑的历史延伸吧。即使我们在向社会主义市场经济逐步过渡的过程中，政府对经济的直接参与在减少，但宏观调控与监管依然是中国经济体制中的主角之一，这是中国的现实需要的。因此，**我们在讨论资本市场的问题时，也必须保持对历史逻辑的敬畏，保持对监管以及宏观调控方向的敏感，这样才可能逃避损失甚至获取报酬。这样严肃的逻辑，对一名投资者来说，你可以不喜欢，但却绝对不应该对抗。**

历史的逻辑，使得在中国，**宏观政策与调控带来的红利相较于其他生产要素来说，更具生产力，没有这些政策红利，其他要素发挥作用就会大受限制，这使得我们发现，在中国近几十年的发展过程中，成功的宏观经济政策效果都是突破性的。**如家庭联产承包政策，刺激的是劳动力的生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力发挥；民营经济作为社会主义市场经济的重要组成部分，刺激的是民间资本的生产力；股权分置改革，刺激的是金融市场的生产力等。在中国，政策红利发挥作用，是西方经典经济学理论中的各类生产要素得以发挥的重要前提条件之一，而对这一点，很多投资分析人士是缺乏认识的。

我们曾经提到在过去十年中价格管制对治理通货膨胀的重要作用，进而再深想一层，就会惊奇地发现，大类资产价格走势，竟然也是在政策的指引下，一步一步地实现了政策想要的结果。这表明**历史逻辑依然发挥着历史的作用。**

最典型的案例，就是过去十年的房地产行业，我国从 1998 年开始商品化改革，2003 年将房地产业确定为经济的支柱产业，政府开始逐步对其进行市场化的价格放开，逐步减弱价格管制（减弱管制也是另一种形式的管制），这样的政策红利，极大地释放了土地、资金、劳动力流动等与地产相关的各类生产要素的经济作用，使得房价以及和房价相关的生产资料价格连续上升十年，且每年增速惊人，从而造就了在过去十年中，只有造房子的、买房子的以及为这两者提供服务的人的财富增长速度能超过 M2 的增速，而其他类别资产持有者则没有这个好运，多数依然在价格管制下艰难生存，如电厂、自来水厂等。而证券行业，同样受到政策调控影响，大幅跑输 M2，从而 20 年的时间里造就出一大批悲凉的老股民。

因此，如果说股市是经济的“晴雨表”，那么在中国，经济背后的主导则是宏观调控与监管。因此，我们说股市是经济的“晴雨表”未必不正确，而是不准确，它忽视了中国经济背后的主要逻辑。

因此，**从长周期看，宏观调控逻辑才是中国资产市场真正的主导逻辑，遵循这一逻辑才是光明大道。**想想看，那些看清楚宏观调控方向，依据调控方向大搞地产的人，已经拿到了他们的报酬，而其他人，要么财富被摊薄，要么财富受通胀侵蚀，都没有幸免。

而十年后的今天，与当初明显不同的就是，在民生要求经济结构转型的背景下，当前主要矛盾从经济发展转向改善民生，宏观政策就开始向民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生与限制房价倾斜，从而使宏观政策有动力也有能力开始对地产价格进行调控，这就是我们提到的“价格管制”。在最近几年的价格调控中，调控结果都不太成功，其结果是每次调控之后房价都会有更强烈的报复性反弹。然而，过去十年的历史告诉我们，政府对于民生与物价问题的态度是坚决的，一旦下定决心，房价难逃一调。从现在的政策趋势看，事实上是在一步步的收紧。已经有银行停止接受房贷申请文件，已经停止三套房贷，已经限制境外人员购房……因此，一旦未来对地产的价格管制形成常态，那么地产价格将不可能继续跑赢 M2，虽然价格不一定跌，但涨幅一定会放缓，可能将从此丧失再次崛起的机会。

这种历史上延续下来的调控与监管逻辑在资本市场更为适用，**而且是根深蒂固的，不可改变，就像历史一样，沉淀的、厚厚的，就在那里，我们只能顺从。然而对比外国，虽然在主要西方国家，宏观调控逻辑对经济的影响也非常强大，但其有效程度一定远小于中国的市场，这是历史发展因素使然。**

作为专业投资者，**我们经常说中国市场受政策主导，但越简单的道理，理解起来就越难，做起来就更难，字面的简单，往往让我们忽略了其背后的深刻逻辑。**

那么依据宏观调控逻辑，在未来十年，要寻找那些可能跑赢 M2 的资产，就该有些方向了。或许，《求是》、《半月谈》、《瞭望》、《新华日报》、《人民日报》都该订阅，并在每晚 7 点准时收看《新闻联播》。

走，要走大道，大道上阳光好……

深度讨论：过去 30 年的宏观调控逻辑

在上一小节中我们提出了，宏观调控逻辑才是中国资产市场真正的主导逻辑。那么本节，我们就简单分析一下，过去 30 年中国取得的巨大成就背后的宏观调控逻辑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当前我们面临的无数不确定性中，经济结构面临转型，是唯一的确定性，相关探讨无数，众说纷纭。本节就尝试运用上节提出的宏观调控逻辑，从货币的角度，梳理一条关于过去30年发展的简单逻辑，看看对未来是否有指导意义。谈不上一定正确，但面临纷繁复杂的各种逻辑，任何简化的努力，似乎都是好的。

所谓经济，实质就是生产与交换活动的货币化，**货币也就成为经济活动唯一可比较的计量方式**，同时其又反过来影响经济，具有强烈的**反身性**。

回首过去30年中国所取得的经济成就，很大程度上是因为采取了合适的货币政策，从而促使经济结构转型，释放生产力，才有了我们的黄金30年。

货币政策对于中国经济的重要影响主要是两个途径，第一个途径是**生产要素的货币化**，使各项生产要素都被纳入到市场经济中，具备了基本的可交换条件，从而释放活力。第二个途径是**货币投放本身对经济的刺激作用。**

关于第一个途径，案例则是改革开放30年的变革，这实质上也是生产要素的货币化过程，如家庭联产承包是农村劳动力的货币化，国企改革是国有产权的货币化等。比如，农村劳动力原本是计工分，然后用工分直接兑换成生活、生产用品，整个过程去货币化，从而使劳动力失去了可交换的功用，劳动力价值长期被压制和低估。只有通过家庭联产承包改革使劳动力货币化后，才基本形成劳动力—粮食—货币—生产—生活用品这一基本链条，极大地释放了劳动力的活力。在货币代替工分成为农村劳动力价值衡量的基准之后，使得劳动力有了流动的可能，因为工分只在劳动者当地有效，而在外地无效，货币却可任意通行。

货币影响经济的第二个途径，最明显的则是过去10年超额货币对经济的刺激作用。在过去10年我们基本形成的共识是，这是超额货币的时代，宽松的货币政策支撑GDP增速保持在两位数，同时由于价格管制的配合，使得我国呈现了高增长低通胀的优质发展态势。同时，为了应对亚洲金融危机，政府在1998年逐步放开地产价格管制，逐步确立了房地产业的经济支柱地位，实行地产行业的货币化，配合其他利好政策，吸引大量货币流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入地产领域，促成了地产行业的繁荣，一方面真正发挥了经济支柱的作用，另一方面也造就了地产跑赢 M2 的历史现象，从这一角度看，这实际上是 M2 跑赢 M2 而已。直白点说，**货币流向哪里，哪里才有可能跑赢货币本身。**

综上，从历史经验看，货币政策对于经济结构转型具有重要的推动作用甚至是主导作用，这是政策对经济影响的典型体现。但副作用同样明显，如出口主导型经济导致被动超发货币与我们主动超发货币相结合，致使我国目前 M2 存量达 65 万亿左右，与 GDP 的比率接近 200%，形成巨大的堰塞湖，民生因素也促使地产行业不再适合担当经济支柱的角色，经济结构转型势在必行。

那么我们依然沿用上述逻辑，用货币语言讨论一下经济结构转型的含义。

首先，从第一个途径看，目前我们面临的经济结构转型，**实质是货币作用发挥机制的转型，由货币的外生作用为主转向货币的内生作用为主。**过去十年我们用超额货币促成高速的 GDP，目的是**把蛋糕做大**，这是货币的外生性作用。而当这一手段面临瓶颈时，则需转型为发挥货币内生作用为主，即在货币量保持平稳（至少增速弱于以往）的前提下，**以分配财富蛋糕**为主。**之前的经济逻辑是把生产要素货币化，追求总量与速度，而以后的逻辑则是更加注重货币化后的生产要素间的合理分配，更加追求质量和公平。**这个逻辑所引申出来的，则是优化一次分配的需求，这是经济结构转型的重要一环，也是后工业化时期向群众消费时代前进的必由之路。而这一过程，是漫长而又艰难的。

其次，从货币对于中国经济重要影响的第二个途径看，有两种可能的改善途径。**一是货币化的主体转换，原来由政府财政为主体向民间资本为主体的转换。**财政为主体具体表现为固定资产投资、基础设施投资等，其长期的强势促使投资成为中国经济的第一驾马车。而面临政府负债能力的限制，再持续走下去则力不从心，因此货币化主体转向民间资本似乎更符合逻辑，2011 年推出的民企三十六条似乎包含着这种意味，但历史的因素，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将会使这一过程漫长而又艰难。

二是寻找地产行业的替代，重新扶植新行业或新的增长点，一方面大量吸收超额货币，另一方面形成新的支柱产业。目前的七大新兴产业应属此类。但与地产行业的不同在于，当初地产行业是稀缺的货币化地带，货币流向可选择的渠道极少，所以流向具备唯一性的通道地产行业是应有之义。而现在货币渠道逐渐多样化，各行业之间相互替代、相互挤压，甚至实体经济成本太高了，还可以进入虚拟经济，比如金融市场。因此重新扶植一个支柱产业难度相当之高，也决定了，这将必然是一个漫长的过程。如此，**要寻找一个跑赢 M2 的新途径，其难易不可同日而语。**

很悲哀地说，不论从哪种角度，货币化的语言都告诉我们，经济结构转型本身是极其复杂的，其道路是漫长而又艰难的。从这个逻辑中去猜测下一个可能跑赢 M2 的领域进行新时期的资产配置，那基本上就是个拍脑门的猜测。**幸好我们发现的一个真理是，只有在符合政治的逻辑下，有大量货币流向的领域才可能跑赢货币本身。**因此，相对于研究经济结构本身，我们关注宏观调控逻辑下的货币流向已经是简易得多的逻辑了。

而对货币流向的监测，**一方面依据上文宏观调控逻辑，从判断政策的指向去寻找可能的方向，当然，政策也是在试错，最终哪个成功，甚至政策制定者也想不到。另一方面观察各个方向涌入的货币量大小，一般来说，在符合宏观调控逻辑下的最大货币量涌入方向，成为未来支柱的可能性更大。**

以上使我们在上文长期的历史逻辑的背景下，总结出的过去 30 年经济发展的逻辑，即生产要素的货币化逻辑，而事实上，货币化逻辑正是政治逻辑在中国过去 30 年的典型体现。两者的结合，则可成为主导较长时期内中国发展的路径。而对于资本市场的投资，则更加具有指导意义。

一定要总结提炼历史中的主要逻辑，才可能对判断未来产生指导意义。但这一定不是简单事件的简单重复，那样的话，历史就真的再现了，从常识上讲，这是不可能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策面分析陷阱二：能用他国的政策预测中国的政策吗

由于发达国家如美国、日本在经济发展道路上的领先性与先进性，使得我们判断政策时，总是倾向于中国会采取类似的政策，以跟随的步伐解决共同面临的国际环境。但现在情况发生了变化。2008 年的金融危机把全球的经济体重新定义到同一起跑线上，所有国家一起面对衰退及复苏，从此，中国的政策步调开始领先了。从而，用他国的政策，预测中国的政策，原本的一点可能性都消除了。本节完成于 2010 年 11 月，后进行了适当修改，有些事情现在看来已经很清楚了，但当时确实争议极大，好在时间能慢慢地澄清很多事情。

正是出于用他国的政策来预测中国政策的惯性，半年前，面对越来越接近严重通货膨胀的现实，市场有很多人固执地认为，美国开始了 QE2，这就意味着中国不会进行紧缩，其基本逻辑在于，提高利率的紧缩政策会加重人民币升值的压力，会吸引热钱大量流入。这个逻辑，复杂来看很有道理，而简化之后来看，却可能是个悖论。

以 2008 年的金融危机为起点，把全球所有经济体都重新定义到同一条起跑线上，当时世界各国面临同样的国际环境，挽救危机是一致的选择，所以才会出现全球协同一致的货币宽松政策。而金融危机也导致了全球各个国家集体进入了衰退周期，凯恩斯主义主导下的各国，有理由选择一致的调控政策。而到现在已经过去一年多了，各个国家所处的经济地位以及资源禀赋决定了其各自不同的经济状况。

从整体来看，以澳大利亚为代表的资源类国家，受益于全球流动性的宽松推动了资源品价格的上涨，强大的外需使其迅速摆脱危机，进而迅速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入通胀区间。以中国、印度为代表的生产国，则主要受益于其内需的强劲，能有效对冲外贸的消极影响，逐步进入长周期的底部区域，从而具有较好的经济面，同时加上中国有这样的超级货币宽松政策的刺激，而使其具有潜在严重通胀风险的特点。而以美国为首，欧洲、日本跟随的消费国，则面临更严重的经济和就业问题，特别是美国，受其法律体系及政治体制限制，其财政手段空间极其有限，反应会更为缓慢，因此美联储才被迫孤身奋战，先后推出 QE1、QE2 等数量宽松政策，力求完成拯救经济的重任。

消费国、生产国和资源国各自所处的位置，决定了各国政策取向一定会出现差异，甚至矛盾，这也就是所谓货币战争概念再起的由来。

从上述分析来看，目前中美之间需要解决的主要矛盾是不同的，中国需要解决"防通胀，保增长"的问题，而美国则是"刺激经济，提高就业"的问题，不同的目标，必然导致不同的政策行为。因此，现阶段的中国，不可能再像过去那样继续学习美国方法，而只能采取独立的货币政策，虽然有些不情愿。因此，我们倾向认为，中国一定会继续采取货币紧缩政策，从主要手段来看，价格政策与数量政策，一个都不会少。

回到热钱上来看，认为加息会吸引热钱大肆流入的观点，我们认为从复杂角度讲有一定道理。复杂的角度，就是从资金的相对价格、顺差逆差之类的角度，分析来分析去，道理总是对的。但是简单地从常识来看，热钱来回跨国界流动，都是为了获取资产的高额价差收益，就是所谓的资产溢价或低买高卖，为了那点息差来回折腾，这还真是小瞧了热钱的志向。

关于热钱的问题，央行比较罕见地提出打击热钱，加强对企业的外汇管制，同时提出疏导热钱进入周小川所说的"池子"，应该说，这就是在做与紧缩货币政策相配套的政策准备。一个政策会有负面作用，那就用另一个政策来对冲，这是我们擅长的组合拳逻辑，也恰是中庸之道的演绎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综上，如果有了我们所说的组合拳逻辑，那么按惯性思维认为中国还会照搬美国货币政策（或者不跟随，而是消极观望）的看法，可能就不攻自破了。请相信，通货膨胀一定是个问题，不是提高容忍度的问题，而是未来较长一段时期会面临的主要问题。并且由此而引发的政策调控，也将是未来影响市场的主线，也就是我们所说的，市场会继续受宏观调控的影响，差别只是在于，之前是地产调控类的政策为主导，而后则是以货币政策为主导。

事实上，站在今天的角度，我们可以很清晰地看出，在 2008 年各经济体统一起跑线之后，此轮的经济周期中，中国为代表的发展中国家一直是各经济体的领先者，如在危机率先推出四万亿刺激政策，美国随后才推出七千亿计划，欧洲随后。而在政策效果达到后，中国逐步开始退出刺激计划，同时忍受通货膨胀，实施紧缩货币政策。而后美国会开始逐步退出 QE2，通胀逐步抬头。从这个角度或许可以说，在 2008 年之后，中国的今天反倒可能是外国的明天。

政策面分析陷阱三：准备金有上限吗

2011 年 6 月是本年以来央行第六次上调存款准备金了，而与此相伴随的是，从第一次上调开始，各路专家、学者、博士、经济学家、首席经济学家等，纷纷表示情绪稳定，因为存款准备率有着 20% 或其他数字的顶部，因此上调空间不大，政策预测大有可为。而这次上调后，我们敏感地发现这个论调突然消失了，难道专家们也发现，预测政策顶与预测股市顶一样非人力可为？还是原本的理论失效了，他们正忙于寻找新的理由，以便能在未来几个月继续做有效的预测而不被扔鸡蛋？

我们觉得，所谓存款准备金的顶部说法明显存在着经验主义错误，而这确实又是个简单的理论问题，我们按自己的理解说明一下，其中关于准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备金的最高限制，可能与大众想法有所区别。

搜索了一下，存款准备金，也称为存储准备金（deposit reserve），是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的在中央银行的存款。中央银行要求的存款准备金占其存款总额的比例就是存款准备金率。中央银行通过调整存款准备金率，可以影响金融机构的信贷扩张能力，从而间接调控货币供应量。

一般而言，我们作为投资者非常关注的广义货币 M2 = 基础货币 × 货币乘数，而调节存款准备金率恰好能同时影响这两个因素，因此这是央行进行货币数量调控的主要手段。央行通过上调存款准备金率，直接冻结基础货币，而基础货币恰好是所有货币形态中能量最高的货币，这是因为它处于货币乘数的最上游，货币创造由它开始，其他形态的货币都处于这个货币创造生物链的下端。这种作用类似于核弹元素铀被激发裂变前的状态，因此它往往被称为高能货币，而货币乘数发挥作用的过程，则恰好类似于核裂变的过程，由 1 的基础货币，变成 4 或 5 的广义货币。

而货币乘数，也恰好与存款准备金率负相关，理论上存款准备金率越高，货币乘数越低，因为提高准备金的手段，会降低经济体的流动性，投资意愿降低，资金需求减少，货币乘数就会下降。其实按我们的理解，存款准备金率调节基础货币的过程与改变货币乘数的过程是相重合的，所谓一套班子两套牌子，一套机制多重作用，正是因为基础货币的减少造成广义货币的减少，通过实体经济的传导，自然意味着货币乘数降低。但需注意的是，货币乘数与实体经济同样高度相关，不只是单纯受制于存款准备金率，这或许是传统西方经济学的一个缺陷，传统经济学的货币乘数公式中，只考虑了准备金率、超额储备率等可见因素，但对于可见因素之外的主观因素考虑不足。然而在实体经济运行中，作为理性人的资金使用者，有根据自己对于经济或需求的经验判断来决定资金需求的动机与能力，所以这个过程中非理性的动物精神比较浓厚，这是理性假设所估计不到的。

这导致央行认为需要进行货币回收的时刻，可能就不是资金使用者认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为减少资金需求的时刻，这两者的步调差别，造成了货币乘数对准备金率的敏感度不可能达到像基础货币对准备金率这样的敏感程度，这在一定程度上减弱了存款准备金政策的效力。同时由于发挥作用步调的不一致性，导致了政策发挥效力的时间延长，这时我们就需要关注政策的累加效用。这是因为伴随着若干次的上调准备金，基础货币逐次减少，而在这个时间内，货币乘数已经有时间逐步发挥出缩减作用，累加起来的效力可能会诱发超预期的结果。因此，我们需要注意可预期的调控政策背后，可能带来不可预期的调控结果，这对我们寻找拐点尤其重要。

并且，这样的政策累积效应，不止是针对于存款准备金政策而言，对于其他调控政策，同样会发生。因为所谓调控，最大的特点莫过于滞后，而政策滞后的结果莫过于政策过度，而政策过度的后果莫过于转向。

以上是关于存款准备金的认识与准备金政策对投资的影响分析，下面说说所谓的准备金率的最高限制。

先简单看看公式，存款准备金率 = 存款准备金/存款总额，从这个公式看，并没有所谓的不允许超过 20% 的说法，并且理论高点可达 100% 。当然，这只是理论上的，为了保证经济的运行，一定的现金流还是必要的。但这也同时说明，能容忍的上限可能不止 20% ，为什么不是 40% 或其他呢？如果通货膨胀极其严重，很难说这不会发生。所以我们说很多人犯了经验主义错误，由于过去从来没超过 20% ，所以就认为这次也不会，以后也不会。就因为看到的都是白天鹅，所以就认为不会有黑天鹅，现在没有，以后也没有。可是最后出现了黑天鹅，而这次也超过了 20% 的上限。**历史永远是历史，历史永远是要被改变的，否则未来就不会有进步可言。**

其实，对央行而言，他们可以回收的货币绝不仅仅是 100% 的存款，对于银行来说，理论上除了存款之外还有他们的自有资本可以进行放贷，可以创造 M2，从这个意义上看，存款准备金率的上限竟然可能超过 100% ，不知哪一天会不会走到这一步呢？无论如何，面对准备金率下无底（央行还可以对银行进行注资支持，这时准备金率就可以说是负的，没有底）、上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无顶（不止 100%）的此情此景，专家们该如何面对呢？所以说，存款准备金的所谓上限之争落入了经验主义的陷阱，不但违背了理论上的含义，而且违背了我们对于货币理解的常识。而且具有讽刺意味的是，从上面的分析中我们发现，所谓这个准备金率不仅仅没有上限，甚至可以超越 100%，成为绝对的、完全意义上的货币紧缩手段。

有人说，真理与谬误仅一步之遥，但常识与认识之间的距离却似乎遥远得多，究竟我们要过多久、要走多远，才能更多地触摸到基本的常识呢，可叹，我们已不求自己追求真理了，只求自己能了解多一点的常识。

政策面分析陷阱四：政策会马上转向吗

2011 年 10 月，伴随实体经济数据连续几个季度下滑，以及 CPI 最高点出现的预期，加上温州民间借贷问题的刺激，各种要求或预测政策转向的言论又一次大批量出现。分析人士及投资者的迫切心情值得同情，但事物的发展有其自身的规律，其演进的过程也必然是一个时间过程与空间过程。所以，即使心情再迫切，那我们也还是需要耐心一些，等待……

处在目前的时点上，A 股市场积贫积弱，实体经济数据连续三个季度下行，通货膨胀水平依然处于高位，民间借贷危机与银行信贷紧缩并行，上市公司收益下滑与新股、定增、次级债融资压力并行。在基本面和资金面没有希望的时候，悲观情绪更无法对市场形成正面支撑，这时唯一能指望的，就只有政策的转向。而这个问题，也恰恰是市场最为关注，讨论最为热烈的话题，投资者及各路分析人士的心情极为迫切。而从我们的角度看，这恐怕是暂时看不到的。

一般来说，所谓政策转向，可能需要两个基本条件，**一是前期政策方向主要任务的完成，二是未来政策方向新的主要任务需求的形成，即存在**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着新任务代替旧任务的迫切需求，这才是政策发生改变的核心促发条件，没有什么比现实需求更迫切、更有效的推动力了。那么我们看现在的政策环境，前期政策方向的主要任务自然是控制通货膨胀，我们可以看得很清楚，而市场也理解得很清楚。而从数据上看，目前 CPI 依然在 6% 以上，但从众多人的分析结果看，年内最高点可能已经出现了，而且预期 2011 年 10 月数据会有较大的降幅，从此不再回头。这样看来，似乎前期政策的主要任务基本、快要完成了。那么从基本面来看，GDP、PMI、工业增加值等宏观经济数据已连续几个季度下滑，上市公司赢利同比、环比数据显示实体经济疲软，温州高利贷危机显示民间企业资金链几乎断裂，上市银行拼命融资维持扩大再生产，而从民众消费上看，服装、食品、交通等成本急剧上升，感同身受，实体经济面临的不再是是否着陆的问题，因为事实上正在着陆，问题是硬着陆还是软着陆。当官方不断发言称不会硬着陆的时候，说明这个事情已经发生了。那么从这个角度看，似乎新的政策任务目标已经出现了。旧任务完成，新任务形成，那么是不是意味着政策该要转向了呢。其实这也正是目前市场人士分析此问题的逻辑，所以才会对政策转向的预期这么高、这么迫切。

我们说这个逻辑没有问题，是正确的思路，但过于平面化，仅仅是一个维度的思路，而我们要得到一个直观的结论，恐怕也得是三维立体的才行，所以**我们在任务需求维度的基础上，再加上政策的空间问题与政策的时间问题。**

政策之所以有方向的分歧，就是因为政策总有正反两个方面的效果。**在鼓励一个方向的同时，必然会打击一个或多个其他方向**，这方面的典型案例就是传说中的“不可能三角”（1999 年，美国麻省理工学院教授克鲁格曼在蒙代尔－弗莱明模型的基础上，结合对亚洲金融危机的实证分析，提出了“不可能三角”（impossible triangle/impossible trinity theory）。即一个国家不可能同时实现资本的自由流动、货币政策的独立性和汇率的稳定性。也就是说，一个国家只能拥有其中两项，而不能同时拥有三项。如果一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家想允许资本流动，又要求拥有独立的货币政策，那么就难以保持汇率的稳定。如果要求汇率稳定和资本流动，就必须放弃独立的货币政策）。其实这就是直观表明，**政策方向是个永远需要选择的过程，今天的方向，一定会在未来被违背，被逆反，甚至可以说，依据今天的方向，我们将反方向直接用来预测未来的政策方向，成功的概率不会低。**

正是由于处处存在的“不可能三角”，使得在确定一项政策支持的目标后，不可避免地同时确定了被打压的目标，这时，两方的博弈，就成为了确定政策空间的决定因素。以中国目前为例，治理通货膨胀为主要政策目标，而治理的主要手段为限制信贷，回收货币，而中国特色的银行体系，就决定了中小企业会面临着最为严重的现金流危机，实体经济的主力开始被打压。那么，此时所谓的政策空间就来自于两个方面，一是通货膨胀的受损程度，即什么时候停止上涨，什么时候开始回落，什么时候算是解决。二是反方向，也即实体经济的承受力问题，实体经济、中小企业能承受多大程度、多长时间的这种资金断流，这是政策空间的另一个维度。目前来看，通货膨胀已经停止上涨，并且开始回落，但回落速度较慢，即使到年底，预计 CPI 也会在 5% 附近，那么就可以说这个问题到年底还不能被认为基本解决，因为 5% 的水平不能算是安全的，这个点位一旦政策转向，放开资金，那么 CPI 又能轻而易举地重回到 6% 以上，这样的话，前期的打压政策效果前功尽弃，政策主导者不会冒这个风险。那么从主观上来说，CPI 至少要回到 4% 以下，才会为政策的暂缓甚至转向提供必要的空间，在首先确保前期政策目标完成的同时，才有空间考虑下一个政策目标。所以，就目前看来，似乎 2011 年年底之前还是不要指望政策转向。但可以确定，政策暂缓是确定的了，并且，鉴于实体经济及金融体系的现实需求，已经开始了结构性的微调，如温州的结构性宽松、个别地方政府自主发债等，这是我们需要注意的一个个点，是政策转向的前期动作，但，转向尚未到来。

而从实体经济的承受力上来说，大的层面上，政府一直在倡导承受较低水平的 GDP 增长。而小的层面上，也在努力进行结构性的补救，对微小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的资金支持等，要么解决各种问题，要么延缓问题的发生，最终结果则是，提高了实体经济的承受能力。所以，虽然我们可以看到结构性的微小转变，但量变尚未积累成为质变，政策转向还要再等。

时间，是指政策执行的时间与政策转向的时间。

它同样有两个方面的决定性因素，一是我们刚才说的各方承受能力的问题，承受能力越弱，时间则越短，承受能力越强，时间则越长。第二则是非常现实的博弈问题，政策的决定，必然来自于各方意见的博弈，哪个占了上风，就会带来政策方向的原有确认或转变方向，而这些争论、博弈、判断，都需要时间，而且需要很长的时间。并且中国的政策，历来以相机抉择为主，而较少提前预判，就是因为降低出错概率的现实需求，那么可以确信，事后决策依然是最佳选择。所以，即使前期政策任务目标完成，新的政策目标有强大的需求，各方也给予了足够的政策空间，转向这个动作也依然会比市场预期得晚，因为，政策需要观察。**我们经常提到的所谓观察期，不是市场在观察，而是政策效果在观察。**

政策转向的三个维度，即要求有政策现实需求的同时，还要有政策转向的空间，还要给予政策转向的充足时间（见图 3-1）。目前的形势，充其量仅仅满足政策的现实需求这一维度而已，而空间不够，时间也不到。**资本市场的诸多现实表明，我们越是期待的，往往会比预期来得更晚。而我们越是害怕的，往往会突然来到你的面前。**

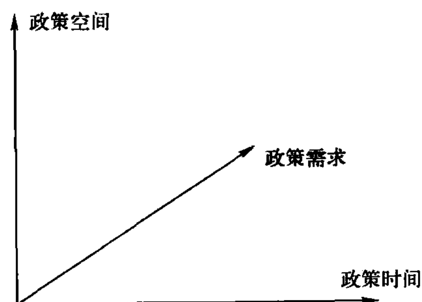


图 3-1 政策转向的三维结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，对市场而言，这并不意味着没有机会，毕竟这已经给出了一种政策转向的预期，但这已经不是政策面分析的事情了，而是投资策略的事。

深入讨论：宏观调控逻辑与货币逻辑的嵌套

本章的前几节关于中国资本市场宏观调控逻辑的文章，写起来非常艰难，总有跑题的冲动，当费尽心思把话题拉回来，却发现有很多话还没说出来。或许也有朋友感觉到这一点了，认为这几个题目都可以成个系列了。受到这个启发，我们发现，把这宏观调控逻辑与货币逻辑叠加在一起，是不是更有威力一些?

这想法似乎有些疯狂，对于投资来说，形成框框的东西到最后一定是个累赘，只有自由的思想和灵活的思维，加上数据的理性修正，才可能获取好的结果。而且，我也确实担心，这些话题太远了，就像是白云在天上飘，总也落不到地面上。而投资策略，就是需要思维自由发散，并最终形成好的投资结果才是目的。不过想法一旦有了，就很难抑制尝试一下的冲动。本章最后的这几节深度的讨论，都是围绕这个进行的。

从长周期看，“宏观调控逻辑”才是中国资产市场真正的主导逻辑。而货币则充当了调控的主要武器之一，进而成为中国政府运用得最娴熟的调控工具。这种调控工具发挥威力的主要方式有两种，一是财政政策，通过扩大或收缩政府直接（或控制）投资来调节经济。二是货币政策，通过调节货币量和货币价格间接调控经济。我们关注政策时，已经潜意识地给每年做个组合来定调，比如今年是“宽松的财政政策＋宽松的货币政策”，而预期明年则是“宽松的财政政策＋稳健的货币政策”，陷在其中而又自得其乐，其实，这不过是表面现象而已。真正发挥作用的是政策调控。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以逻辑就很清楚了，政策目标在哪里，哪里就存在风险，哪里就是监管与调控要过问的地方。不过也要细细体会其真正的含义，有的是提醒，有的是压制，有的就是要杜绝。当然，枪也能作为正义的力量，扶植起一方势力。地产行业是最典型的，过去十年，政府用“放松价格管制 + 吸引货币流入”的两发货币导弹扶植起了地产行业使其成为经济支柱，促成了连续繁荣。而现在，限贷、限购、营业税、物业税等发发子弹打响，政策的意思很明显，这就意味着，地产行业在趋势上，价格重新管制，货币吸引力下降，跑输 M2 基本确定无疑。

一个需要不断强调的是，经济受国家宏观政策的调控和影响，“宏观调控逻辑”一定是我们要遵循的长周期历史逻辑。而在这一前提下，我们嵌套上货币的逻辑，才是有本之木，毕竟到目前为止，以过去 30 年的改革经验看，货币是宏观调控逻辑最典型的体现。我们之所以格外重视货币逻辑，一定要它与长周期的历史逻辑嵌套，就是因为货币政策是政府使用最为熟练的工具，货币是其最善使用的枪，熟练的才是最常用的。而这个熟练的工具，对中国而言也是在过去十多年磨炼出来的（典型的标志是中国人民银行被确认为中央银行的地位），替代成本太高。所以从中期来看，货币逻辑的可用性依然很强。

这“宏观调控逻辑” + “货币逻辑”的嵌套，是典型的内涵与具体的组合，也应该是中国所特有的。简单做个比较吧，大家如果读过美国前财长保尔森的著作《峭壁边缘》，就会理解为什么美国不会有这种逻辑，他们的政策“武器库”被议会把控得死死的，想领发子弹也要开会、辩论、投票。只有美联储受限制较小，所以现在只有它孤军奋战，单边推出 QE2，貌似要拯救美国经济。如果大家读过吴晓波的《吴敬琏传》，就会了解为什么中国是宏观调控逻辑，为什么政策会有这样的威力。而货币这杆枪，也是历史造就的。

从应用的角度看，我们做投资的，应该首先试图了解一下政府的意愿，然后分辨清方向（扶植或打击哪里?）和政府的力度和决心（在多大程度上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

控制干预），这代表着政策的态度。理解政策的意愿则有助于我们猜测货币的流向（哪里会有财政资金流入？哪里会有政策吸引资金流入?），争取到跑赢 M2 的机会。

深入讨论：生产要素的货币化扩展

我们在本章“过去 30 年的宏观调控逻辑”中，提到了货币对于中国经济的重要影响主要在于两方面路径，第一个路径是生产要素的货币化，使各项生产要素都被纳入到市场经济中，具备了基本的可交换条件，从而释放活力。第二个路径是货币投放本身对经济的刺激作用。本节试图将这两个路径进行扩展，再次探讨新时期资产配置方向。

路径二对我们来说是轻车熟路了，已经被列为宏观调控逻辑中政府常规武器库最常用的武器，所以对其进行路径扩展，相当困难，很难有什么想象力了。相比之下，路径一却有更多纵深，但从难度上看，难上加难。分开说吧。

路径二的难度在于路径依赖，一旦政策用熟了一杆枪，再换另一杆一定很纠结。这也是为什么每次军队装备大换装都与大裁军相契合，那可是换血的痛楚。并且这个武器绝非中国专用，它更是美国目前的唯一有效性武器，没有更换的理由。大家都信奉凯恩斯主义，而凯恩斯主义的背后就是国家宏观调控。从政策角度来说，除非这杆枪闯了大祸，否则绝无放弃的可能，这也是个历史逻辑。这就意味着利用货币数量与价格的紧缩与宽松调控经济，长期来看其依然是主流。这方面的拓展空间和可能性相当小。对投资者来说，按原有逻辑来考量应该更稳妥些。

路径一确实有更多纵深。过去 30 年，我们只是把生产要素中的劳动力进行了货币化，国有资产进行了部分货币化，就取得了黄金 30 年的瞩目成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就。那么如果继续扩展的话，依然有更加广阔的空间。但在我们讨论后会发现，这涉及更深层次的变革，虽然空间广阔，却异常艰难。

经济学的生产函数中经典的生产要素有劳动力、资本、技术、企业家精神等。

一、劳动力

劳动力要素在家庭联产承包责任制改革中得到了充分释放。但随着时间的推移，我们发现这种针对农业的制度性劳动力货币化，已经不适用城市化过程的新格局，劳动力在由农村货币化体系向城市货币化体系转型过程中，仍存在大量的制度性阻碍因素。如工资、户籍、子女教育、保险、人格尊重等，都是低端劳动力生产函数的重要因素，而在这些因素中，似乎也只有工资实现了相对充分的货币化，而其他要素的货币化壁垒，几乎没有打开。所以，所谓的农民工返乡、民工荒，或者鼎鼎大名的刘易斯拐点等问题，归根结底都是制度性问题，只有解决了这些，劳动力的货币化才能继续扩展，才有可能继续扩大劳动力对生产函数的贡献。

同时中国的劳动力教育也是个问题，缺乏创新精神，这对低端领域问题不大，但对高端领域则是个极大的限制。

二、资本

资本要素方面，我们过去30年主要做的就是利用股市、债市及财政支持，实现了大量国有资产的货币化，解决了银行坏账和国企改制的问题，是制度性历史负债一次性释放，而后轻装上阵，所以从一定意义上来说，把坏事搞掉其本身就是一件好事。在国有资产问题基本解决之后，我们发现针对民营经济的货币化才开始进行，比如企业债、公司债、中小板、创业板等，但步伐缓慢而又艰难。在这些问题解决之前，资源向民营经济的倾斜幅度依然不会很大，虽然出台了类似“民营三十六条”之类的政策，但效果并不明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了民营经济的货币化外，更重要的是民众资产的货币化。属于广大人民的国有资产货币化后，理应就是民众资产的货币化，但问题在于，民众资产往往没有应有的法律权利，因此丧失了货币化的资格。比如土地，这是最重要的资产，包括有农田、住房用地等。农民只拥有农田的使用权，而非产权，因此不可流转，这样一是阻碍劳动力流动，进而阻碍劳动力货币化，二是使农田丧失资产变现能力，保值增值是空想。三是不利于农业经营的产业化升级，比如机械化，多数人产权的机械化效率必然低于少数人产权的机械化，这是交易成本决定的（这要感谢科斯）。住房用地最重要的是没有产权，不可货币化，不可流转，用高价购买到的只是住房产权与土地使用权，而且分别都有期限，使理性人群丧失对此类资产的持续性投入，致使此类资本流动性消失。而不可流动的资本，就丧失了资本的基本属性，对生产力的贡献能力丧失，当然就不利于生产函数的扩展了。

三、 技术

这方面无话可说，是因为没有信心，一是对目前中国的技术货币化能力没有信心，有能力货币化的技术无法或没有途径被货币化，没有能力货币化的最后也不能被货币化（市场选择），这也是个制度性问题。二是技术周期属于长周期，目前依然处于互联网时代，相信不会很快出现新的革命性技术。

四、 企业家精神

在过去30年，企业家精神的货币化已经比较充分了，这期间企业家的地位攀升榜首，财富成为个人成就的主要衡量基准，各种财富排行大行其道，全民财富意识觉醒，这是我们所乐见的。中国从来就有商业基因，在任何制度下都有成功的商人或流派，比如秦朝的吕不韦，近现代的胡雪岩、盛宣怀，现在的王石、马云等。但我们所担心的是，新时期必然是波动的时期、转折的时期，在变革的时代，我们的企业家精神是否能够迅速适应，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是个问题，但应该只是个时间问题，我们相信企业家的应变能力。

好吧，其实说到最后，大家会发现，所有问题，最终都是制度问题，是会不会再有某个领域的制度性红利的问题。而制度问题，归根结底还是政策的问题，因为只有政策才能指挥枪。一旦成为政策的问题，那么结果的可讨论性、可预测性、可实现性等，就已经大大超出我们作为普通投资者的范畴了。毕竟对于多数投资者来说，长期最多看一年，短期只看 5 分钟，却一定不会用 30 年时间的眼光去判断和等待，即使这对长期的资产配置，对超越 M2 起根本性作用。（从新中国成立后的经验看，30 年往往是一个制度性周期，从辛亥革命到新中国成立，到改革开放再到现在，间隔均为 30 年左右，而现在是一个 30 年的末尾，会不会有大的变革发生呢?）

所以，到现在，“宏观调控逻辑”、“货币逻辑”、“生产要素的货币化”这些话题都已经无话可说了，我们所能做的，只是利用这其中的若干概念，进行一下短期操作，比如“十二五规划”这个概念。

所以，到这里吧，就到这里。

深入讨论：资产配置新时期的故事与现实

本节是在 2011 年春节写的一篇小文，可以说是一个随机性的草根调研，却能真实地反映出现实问题。所以大家会在文中发现更多的主观视角，也相信作为一名城市中的投资者，这样的视角，是很难见到的。

大年三十的白天，我不可避免地喝高了，以至于大年夜基本在呕吐与睡梦中度过，对于春晚等活动，一概忽略了。可在半睡半醒的朦胧中，却清晰地听见一句撕心裂肺的呼号：如果有一天，我老无所依，请把我丢在春风里……这可能是我在虎年结尾时最清晰的记忆。

之所以提到这句歌词，实在是因为应时应景。这次回东北老家探亲，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职业的惯性让我更加注意农民的生活与收入，日常的聊天中，我听到了很多版本的故事：①钱越来越毛了，除了粮价什么都涨，化肥、种子基本先余欠，因为农民手中无钱，只能等收获后偿还。②雇人干活越来越难了，价格也越来越贵，秋收时一天100元/人/天，相比原来的20元/人/天涨了5倍。③一个屯里（自然屯，东北农村比村更小的单位）只有60多口人了，基本都是四十岁以上的中老年人，年轻人基本都出去打工了，然后出去的年轻人们都在逼家里为他们凑钱在城里买房结婚。④娶媳妇彩礼要十几万，这基本是一个家庭目前所有储蓄加上未来所有债务。娶个媳妇能过就过，不能过也得凑合过，因为出去的巨额彩礼收不回，而根本没有再备一份的能力，所以农村的媳妇们都很悠闲，因为男人们离不起婚，就得好好养着，否则偷跑个半年，就造成事实离婚了（到底是不是半年我也不知道，这都是听说的，农村婚姻法普及得超乎想象）。⑤过年时本来人山人海的集市从去年开始就没什么人了，以往年货成麻袋地往回拿，而现在用塑料袋就够了……

这些酸楚的故事，再听上一首农民工唱得酸楚的歌，怎能不让我很多感慨上心头？

作为职业投资人，说这些还真不是单单抒发下小情怀，只是从这酸楚的草根调研中，真正能体会到，我们投资中太多的故事掩盖了我们的眼睛，而现实终究有很多不美丽。

第一个故事是，通胀可控。从理论上来说，我是坚决同意这个观点的，因为即使通胀不可控，CPI也是可控的。只是在讲通胀可控的故事中，实体经济实实在在地已经受到伤害了。**城市人的高额货币被高房价稀释，农村人的低额货币被生活用品的高物价稀释，从我看到的真实购买力来看，真的不敢相信再来一个家电下乡计划还能刺激多少购买力。**

第二个故事是，大消费主题。一是食品饮料行业，和很多人聊，多次提到一些乳制品，一旦进入村镇市场对业绩的刺激如何如何。以我的观察而言，以真实的购买力看，只有逢年过节才会改善一下的村镇购买力，对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些行业的业绩拉动可能是微小的、短暂的、脉冲的，对这样的购买力不要寄予太多希望。二是医药行业，这个行业要乐观得多，在60后为下一代的住房做好准备后，直接面临的就是养老、医疗和保健问题，当然，之所以说乐观，是因为这其中有一批依然存在购买力的人群，这购买力不论是来自积蓄，还是来自稀缺的医疗保障资源，但大家总可以吃得起药，住得起医院，所以高端设备、特效药等前景不错。同时，还有一大批消费能力很弱的群体，有很少的积蓄和一般的医疗保障，但由于这个群体基数大，就足以保障有王牌产品企业的利润，比如阿胶之类。再剩下的人群，他们的购买力和医疗保障，会促使他们基本放弃对感冒、发烧之外疾病的治疗计划，所以，抗生素之类价格极其便宜的感冒、发烧类药物，还是很有市场的（从小我就记得有一种称做安乃近的药，到现在依然存在），难度在于这类药物基本没有技术门槛，属完全竞争的红海领域，有市场，却很难有利润。三是家电行业，上面说过了，最好不要再寄希望于再来一个家电下乡了。

说了这么多，最主要的目的就在于，当我们讲一个故事时，总是要偷偷地对比一下，现实到底是什么样的，并不是什么东西都可以随便乘以13亿人的。

第三个故事是关于房地产。之前和同事们交流，我提出的一个观点是，房地产最好的结局可能是“挨骂不挨杀”，现在看挨骂是注定的了，而且“刀子”也在往下落，放假前国务院就出了二套房贷等进一步紧缩的政策，马上春节，上海、重庆也紧赶慢赶地出了房产税的新政，新闻不停地拿着国外永久产权、地权的房产税费案例告诉大家，我们的税费与国际接轨。

其实从另一个角度看，这个行业的繁荣也该到头了，上面的故事中提到的，当一个农民穷其一生储蓄与借款，去为下一代在城市的住房付个首付时，就说明房地产行业对于购买力的吸收也该到极限了，毕竟从购买力看，农民是不可逾越的底线。这就像是我们做投资常碰到的故事一样，当擦鞋的人开始向你推荐股票时，那么牛市也该到头了。这个故事和现在的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地产行业多么相像啊？当购买力接近极限，又有杀人的大棒落下，还能指望这个行业会有超额收益吗？所以，我觉得该是时候去除这个行业的金融属性，简化定位为工业属性了，然后按工业制造业的 PE 标准去衡量地产企业的估值，这时我们才知道哪个是真便宜，哪个是真贵了。

第四个故事是扩大内需与经济结构转型。从十年前亚洲金融危机开始就有了扩大内需的说法，而这个说法终于在 2008 年的金融危机中发挥了效力，毕竟家电下乡还是有真实的效果的。所以，**在过去的十几年中，扩大内需托底，经济结构转型一直是个话题，但不至于是个问题。而从我上文看到和说到的情况看，购买力的底线，即农民的购买力底线已经开始被突破了，而这个底线在城市化与工业化强大的资金吸附能力面前根本不堪一击，所以，经济结构转型已经迫在眉睫了，这个问题我们看到了，政府当然也看到了（因为这不止是经济问题，更是政策问题），所以，我相信这次经济结构转型是来真的，因为这是自上而下全体的现实需求。而我们投资人要做的，就不只是像过去一样，找几个政策扶持的行业配置一下，而是更要看清楚，转型的主线到底在哪里。**

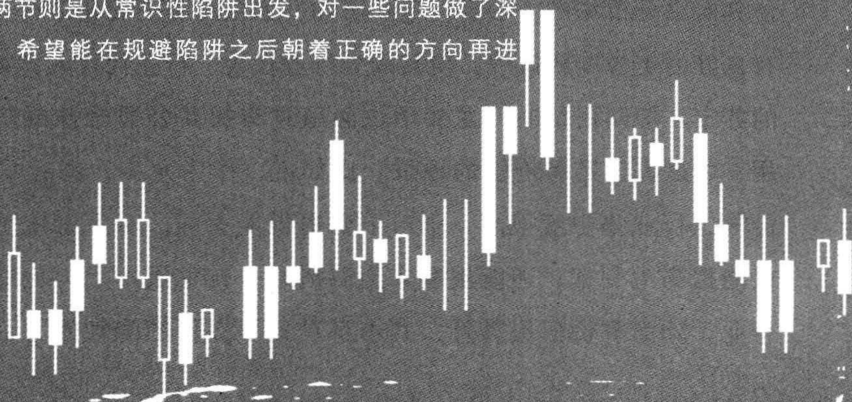
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 投资策略陷阱

本章导读

本章讨论基本面、调控面的落地问题，也就是经济、政策分析等如何辅助投资方案的形成，这是投资策略的中微观问题。在第2章中我们讨论了投资策略的宏观问题即基本面和资金面，第3章讨论了投资策略的政策面，本章要做的就是看怎样将经济分析与政策分析落实到对投资的指导上来，即由基本面分析落实为投资策略。说到这里，不知道大家头脑中有没有显现出一个影像，一个专家模样的人，戴着厚厚的眼镜，用不容置疑的口吻在发表演讲，经济目前面临着严重问题，这个月的数据如何如何，这个指标如何如何，所以股市面临崩溃，会有长达十年的熊市……这样的专家、学者，就是我们一般意义上的全能性选手，他们在某一领域获得一定肯定后，自然会自认为在任何领域都会有发言权，所以，向政策提建议，给股市提预测。可惜的是，经济分析与投资策略并不是一回事，对经济的权威分析，并不能正确指出股票市场真正演绎的方向。

因此本章我们开始讨论投资策略问题，考虑更细节的因素，比如估值、选股等方面是否也存在广为人知的真理演变成的常识陷阱。本章前几节对一些常识性陷阱做了分析，后面两节则是从常识性陷阱出发，对一些问题做了深入的探讨，希望能在规避陷阱之后朝着正确的方向再进一步。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资策略陷阱一：宁选龙头，不要凤尾吗

选龙头就是选稳定，选确定，也选择了缓慢。而选凤尾则是选波动，选不确定，也选择了迅速。这是两种不同的选股策略，没有优劣之分，只有投资者的偏好差别。可以专注于二者之一，却不必做出选择。都对，而不是一个对，另一个错。生活中的宁当龙头，不做凤尾，只是一种生活态度，但却不能说宁做凤尾就是错的。

业内有一个很经典的择股逻辑，就是选择细分行业龙头进行投资，因为其行业地位，往往代表着竞争力，代表着品牌效应，代表着赢利能力，代表着生存能力，既然其能成为龙头，自是有其原因的。这是我所认同的一种逻辑，但不够全面，这个逻辑只能代表市场中好公司形态的一种，却有所偏颇。单纯地选择龙头公司，可能是一种有效的选股策略，但可能也会因此丧失了其他投资机会。虽然片面，但还不至于落入常识性陷阱，但如果可以更全面一些，似乎更好吧。

全面点说，我们认为选择好公司，应选兼顾细分行业的龙头与凤尾，而这所谓的头与尾，也是相对于不同的行业状态而说的。

龙头，意味着行业地位，这种地位体现在要么拥有相当的市场份额，使其对细分市场产生举足轻重的影响，如白酒类的贵州茅台；要么是其拥有良好的美誉度或口碑，使其成为行业代表、行业代言人，如家电连锁类的苏宁。但归根结底，**龙头地位必须具有提高公司价值或附加价值的效用，才是真正具有价值的地位。**比如说，作为龙头，占有了足够的市场份额，行业集中度很高，则对下游提价能力强，对上游压价能力强，不仅能提高毛利率，还能规避其上游风险，转移成本。再比如，作为明星企业，除商誉价值提高外，其本身具备了提价的隐性能力，因为消费者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿意为品牌付出额外的成本，而对于名气小的品牌，消费者可能表现得小气得多。

这些龙头地位价值的**市场体现**则在于投资者往往愿意给龙头企业一定的溢价，溢价程度随龙头地位的提高而提高，比如市场份额提高到形成寡头地位甚至垄断，则溢价最高，比如贵州茅台，产量是基本固定的，对其品种来说，它是寡头甚至垄断，因为没人会拿五粮液代替它，虽然五粮液也是高档白酒。因此它拥有最高的溢价，而茅台的溢价来源体现在以下几方面，一是它每年都会提价，而市场基本没有还价能力。二是它诡异地被赋予了金融属性，很多人认为其有保值增值功能。三是其口味及品牌的历史积累，使其不可替代。这些因素共同促使茅台的估值要比普通白酒高出一块。

再说明星企业，其市场美誉度达到成为唯一的程度，则溢价更高。比如买家用电器，或许大家直接想到苏宁，以前或许还有国美，但现在很少去，这就是美誉度的价值。这里的差别在于，知名度与美誉度是不同的，**美誉度是正面的知名度，负面的知名度不但不会增值，反倒会伤害价值。**还有一个新的案例就是某肉食加工企业，瘦肉精事件提高了其知名度，却几乎摧毁了美誉度，现在已经有人开始用净资产估计其价值了，这说明负面知名度对其价值的伤害之深。

我们再回头继续讨论寡头，因为这是我所说行业属性的关键所在。寡头地位的获得途径分为两种，**一种是被权力赋予的，**政府需要通过此种安排保持对国民经济的影响力或控制力，比如一些能源、电力等行业，其**寡头地位与权力相关联，而往往与市场经济关联较弱。另一种是自然获取的，**自然遵循的是物竞天择，适者生存，在市场中进行充分竞争，最终存活并壮大，这样的企业满身伤痕，却异常顽强，其**寡头地位更多地与市场经济相关联，而与权力关联较弱**。有时候，权力的介入对象，基本是以行业作为区分的，被认为具有关系国计民生特性的行业，其寡头的地位获取多是通过第一种途径。而其他较为宽松的行业，则多为第二种途径。因此寡头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的性质基本与行业属性相关。但大家需要注意，**虽然通过这两种途径都获得了寡头地位，但其获取定价的能力却不同。权力赋予的寡头地位，却往往并不能获得相应地位的定价能力。**如燃油不能随意定价，电价、水价不能随意提升等，**其被赋予了寡头地位，代价却是丧失了经营上的自主权，好似孙悟空终于成了斗战圣佛，却再不能打架了一样，**虽然有稳定的收益，但绝不会超乎想象，这无论对于选择成长型还是价值型投资者来说，都是个噩梦，因为其成长速度缓慢且不会超预期，所以成长型不喜欢。因为其资产收益率不过是平均收益率水平甚至低于平均水平，同样吸引不了价值型投资者。与此形成鲜明对照的则是，**在残酷的市场竞争中形成的寡头，则拥有了与地位相对应的定价能力，**因为市场是充分竞争的，价格由市场决定，大多取决于市场主体间的讨价还价能力，剩下的事情自然好说了。

因此在具有寡头地位的龙头中，我们也要区分其地位是从何种途径而来，**权力赋予的，权力总要剥夺一些其他东西作为代价。市场竞争获得的，它也要为其竞争的损失获得对应的补偿。这就是所谓的能量守恒吧。在我们的投资过程中，无疑是在市场竞争中形成起来的，拥有定价能力的企业才是我们的首选。**此为龙头，再说凤尾。（关于寡头公司的讨论，在此不予展开，我们将在第 5 章中进行充分讨论）

我们在研究公司的过程中，不免发现**不同的细分行业，都有其不同的生存法则。**比如苏宁电器，其法则在于市场占有率，有了这个才有可能压迫上游供货商低价出货，它才有可能以较低的价格吸引消费者，才能巩固或进一步提高市场占有率，这应该是连锁行业的基本生存法则。但对比一下京东商城，会发现便捷、低价的虚拟商城成为新的连锁业态，其开始具有更低的开店成本、更低的人工成本，更适合年轻人消费习惯这样的生存法则。再比如摩托罗拉、诺基亚原本是移动电话的绝对龙头老大，但在智能时代，则迅速被踢出主流之外；手机软件平台按理老大应该是微软，但事实却是它不得不屈居于苹果和安卓系统之下。再比如柯达原本是胶卷行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的绝对寡头，但数码技术将其推到了历史之外。

并且，我们会毫无意外地发现，这些细分行业最终的替代者，当初很多是不入流的小公司，但它们却往往拥有更新的运营模式，或更专注于细分的市场，或更精细化的生产，或革命性的技术，或更加符合新消费群体的消费口味等，**在更细分或更独特的领域拥有了未来获取定价权的能力。**这类公司我称之为凤尾，这意味着，**一是开始时这类公司往往是行业内不入流的小公司，不能代表行业，但却代表未来。二是它有成为凤凰飞上天的可能，乌鸡变凤凰，说的就是一个企业崛起的过程，也是一个寡头代替另一个寡头的过程，**想象一下 Apple 战胜 IBM 的过程吧。这是凤尾变龙头的经典案例。

所以，**择股时，选择龙头是选择现在，一切既成事实，可以安然享受。选择凤尾，是选择未来，一切既成事实都可能改变，一切确定都可能成为不确定，而最终剩下的那一些确定性，就是乌鸡变成了凤凰。**两者的选择难度也不一样，前者相对简单，但需要真的发现背后的逻辑，看看它的定价权是不是真的有价值，能持续多久，壁垒有多高等。后者更难，错的风险更大，却会获得高得多的超额收益。前者代表的是稳定，但是缓慢，后者意味着波动，但是一旦方向确定，却很迅速。所以两者的细微差别可能在于，稳健型投资者更喜欢前者，激进型投资者更喜欢后者吧。

从我们的分析中可以看出，龙头与凤尾，是优秀公司在不同发展阶段的不同体现，在成熟阶段为龙头，在发展阶段，则是凤尾。在成熟阶段要放弃龙尾，因为增速确定，方向确定，空间确定，自然要选择最强大的。在成长阶段，则要选择凤尾，而不是鸡尾，因为增速不确定，方向不确定，空间不确定，自然要选择最有成长潜力的，而在开始，少数的凤凰总是与众多的鸡在一起，这时候，是考验眼光的时候。

综上，选择龙头与凤尾，是两种不同风格投资策略的选择，哪个都合理，但都不全面。对于投资者来说，专注其中某一领域或许是个好的选择，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但对于资金量较大的机构投资者来说，则需要更全面的覆盖才能满足选股量的需求。

投资策略陷阱二：策略投资就是趋势投资

目前投资者的主力，多是在2006年以后才参与到股票市场当中，之前股市不景气，使其缺乏吸引力，而从2006年开始的牛市，财富效应吸引了众多投资者的重新关注，也吸引了大量的新投资者加入。同时，在公募基金的推动下，价值投资代替操纵和消息，成为市场上主流的投资模式，使得股票市场再度繁荣。但由于中国的股票市场价值投资理念的历史较短，缺乏时间上的可比性案例，并且2006年以后的市场多是以单边市场为主（2006年、2007年的单边牛市，2008年的单边熊市，2009年的单边牛市），这使得很多人在心中认定，股市只有一种表现形态，即单边形态，这种形态逐步形成一个流行的词即“趋势”，也形成了一种典型的投资策略即“趋势投资”。但股票市场的发展逐渐显示出，这并不是市场唯一的发展形态，会有结构性市场，有牛市，也会有牛皮市。所以，以为机构投资者的策略投资就是趋势投资的想法，就又过于片面了，这种想法在2010年以来的市场中，会受到很大的伤害，所以，本节我们会对此展开讨论。

我们在习惯了2004年、2005年低沉的股市后，面对火热的2006年、2007年或许措手不及，好容易适应了这火热的温度丢掉最后一件衣裳，却发现2008年的夏天比冬天还冷。习惯了2004年、2005年的窄幅震荡，却面对2006年、2007年的大趋势目瞪口呆。好容易确立起趋势投资思维，恰好2008年的金融危机带来了大熊市。好容易熬过了漫长的冬天，却发现现在趋势投资好像没那么管用了。所以现在更急迫的，是投资的方法论问题，一方面一些方法不适用了，另一方面，在经历了市场的调整及成长之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些方法恰逢其时。

关于“右侧”投资，有很多接近的概念，其中，“趋势投资”是机构投资者津津乐道的一种，既不完全是价值投资，也不完全是做波段，通俗点说，应该更像“追涨杀跌”。这种方法的好处就是“安全”，在有明确的走势后，追随大众，抱团取暖，总是相对安全的，至少从心理上说是这样。而在这一类型投资方式的支持者中，相对收益者和水平中庸的机构投资者可能更加突出，理由依然是安全。

然而，从 2009 年至今，市场的波动性特征已经很明确地告诉我们，这一套在目前以及比较久的将来，都不太适用了。

“右侧”投资最适合的就是有长期、明确趋势的市场行情，距离最近的就是 2006、2007 年的那一波大牛市，**初期加仓的投资者，可能跑输那些在上涨过程中不断追加重仓的投资者**，这就是单边市场中趋势投资的优势所在。然而，从 2009 年的小牛市结束开始，市场就已告别单边市场，2009 年 8 月的迅猛大幅下跌，宣告市场进入大幅剧烈波动阶段，而且我们认为，由于经济周期及股市周期的制约，这种状态将会持续很长时间。

经验上看，支撑大牛市出现的基本面因素，有两个可能的情形。

一是经济基本面繁荣，能够支持企业赢利迅速增长，从而迅速提升企业估值。这样的特征最可能出现在长周期的繁荣阶段，要么是政策红利，要么是技术红利，可遇不可求，中国在过去的 30 年，整体上就是这种类型，可惜的是，那时股票市场化程度不足，所以缺少大牛市。这是从流量角度考虑，相对较短时间的经济繁荣可以支持大牛市，但这种类型在 A 股市场似乎还没有案例。

二是经济稳步发展，但持续时间较长，能够累积经济成果，企业能长时间累积利润，从而抬高公司估值，这种类型同样能够形成牛市。2006 年和 2007 年的大牛市应该属于这种类型，之前的几年经济发展良好，股市却没有任何反应，累积较长时间后，在股改的政策红利刺激下，形成大牛市。这是从存量的角度看，存量的累积，抬升估值基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以我们目前所处阶段看，现在是长周期的衰退期，中周期的启动前期，所以从流量的周期角度看，大牛市基础不具备。而从存量的累积看，基本面刚刚企稳，累积才刚刚开始，存量尚薄，大牛市基础同样不具备。同时，未来几年面临的国际环境、经济结构转型、政治格局变化，都使市场面临极大的不确定性，共同决定股市不是一帆风顺的，因此，单边市场再度出现的可能性微乎其微。

一旦市场长期处于震荡市，"右侧"的趋势投资法就不灵了，这样操作的结果往往是，当你跟随别人进入市场时，趋势差不多要结束了。而你的乐观预期还会导致你对来临的调整心存侥幸，而这样的心理所耽误的一两天时间，就足以让你追涨进去的资金给你造成实实在在的损失，要么被套，要么割肉，痛苦不堪。

面对长久的震荡行情，缓涨急跌或急涨急跌的行情，可能最有效的反倒是所谓稳健投资那一套，**在安全边际高的时期，寻找相对安全边际高的品种，然后等待**。只要安全边际高，就不会过于担心再继续深跌，等待的成本低，那么有涨有跌的震荡市场总会让你有所赢利。比如我们在 2010 年 9 月推荐的银行股，也和很多人交流过，当时银行股比较悲惨，跌了两波，也曾有人在第一波之后加仓，受伤后退场，当时大家都不看好。但从当时的估值来看真的很划算，20% 增长的银行股才 8 倍估值（市盈率这东西是不是合理暂且不提，但毕竟和历史有可比性）。事后看来，当时买入银行股，一定不是最赚钱的，但它的赢利水平，一定要比追涨杀跌好很多，也更加安全。当然，伴随环境的变化，比较的基准也需要变化。比如在 2011 年 9 月的时候，6 倍市盈率已经是很正常的了，这时的政策及经济环境，比 2010 年 9 月已经恶劣很多了。

我们一直说，做投资要心平气和，有耐心，但说起来越简单的道理做起来就会越难，现在已经没几个人说自己做的不是价值投资，但真正做到的又有几个呢？毕竟，从自利的角度，考核准则决定行为，大家都懂的。但是现在，"右侧"的趋势投资，确实要衰微了。而市场在经历了一次又一次的波动，调整投资方法正当时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与趋势投资相对应的，可能就是所谓的自下而上的结构投资方法了，因为波动快速而且剧烈，单纯的择时或者波段操作成本很高，而且风险很大。此时适当地放弃小波段的择时，而转向精选个股去对抗短期波动，则可能是省时更省力的方式，虽然自下而上的方法，逐渐成为基金经理对趋势判断不擅长的借口（他们会说我看到波段了，但是我用了仓位的结构性调整去规避了风险。事实上，多数人都没看到这个波段。关于这个问题，我们会在下一节“用仓位的结构性调整规避市场风险吗”深入讨论），但至少目前，还难以找到更好的对抗剧烈波动的方法。

投资策略陷阱三：用仓位的结构性调整能规避市场风险吗

越来越感觉到，仓位的结构性调整策略，作为一种应对震荡市的策略，逐渐地成为很多投资人的借口，用来掩盖自己对于波段判断的失误。他们会说，这个波段我已经看到了，但没有降低仓位，因为我已经对仓位进行了结构性的调整，这样可以规避市场风险了。结果呢，在下跌时，依然跌得很厉害。那么，用仓位的结构性调整策略，能规避市场风险吗?

从事后的角度看，2011 年上半年是典型的结构性熊市，这类市场的主要特征在于大盘整体波动不大，但行业与个股波动较为明显。大盘整体跌幅较小，但个股及相应的投资基金损失很大。见表 4-1，沪深 300 指数是多数开放式基金的业绩基准，以它为例，上半年振幅为 15.33%，跌幅为 2.69%，差不多是上证综指与深圳成指的平均，比较有指导意义。而看基金们的表现，就相差很远。我们用 Wind 统计了上半年股票基金及混合基金的净值涨跌幅，发现总数为 564 只基金中，只有 121 只跑赢 -2.69% 的沪深 300 跌幅。跑赢比例为 21.45%，完全符合二八定律，可叹，这个市场中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使汇集了如此多的精英，依然只有20%的人能跑赢市场。

表 4-1

2011 年上半年	最高	最低	年初	年中	振幅（%）	涨跌幅（%）
沪深 300	3 380.53	2 862.41	3 128.26	3 044.09	-15.33	-2.69
上证综指	3 067.4	2 610.99	2 808.08	2 762.08	-14.88	-1.64
深证成指	13 233.02	11 288.62	12 485.55	12 110.93	-14.69	-3.00

二八定律能有效于基金业绩的分类，我们觉得可能与基金经理的一种操作方法有关，这也是本文的主题，即在面对市场可能的风险时，他们往往会倾向于用仓位的结构性调整来规避市场风险，做法就是卖出自认为风险较大的股票，而买入自认为风险较小的或者价值远高于风险的股票，保持仓位水平的不变，从而实现规避风险的目的。可惜的是，事实验证后的效果并不如预期，而我们进一步讨论就会发现，这种使用资产结构的调整去规避市场风险的方法，只适用于特定状态下的市场，而绝非万能良药。

我们可以简单地将市场状态划分为四种，一是趋势性牛市，比如 2006 年、2007 年、2009 年，虽然途中略有波折，但趋势性非常明显，股票不分种类、不分大小、不分风格的上涨。二是趋势性熊市，如 2008 年，下跌的趋势同样非常明显，股票同样不分选择的普遍性下跌。三是结构性牛市，如 2010 年，整体特征就是，整个大盘的涨幅并不明显，而板块、主题、个股行情极为活跃，大盘股微涨使得大盘指数微涨的情况下多数股票大幅上涨，也使得精选个股类基金有机会表现得较突出，比如华商基金就极为活跃，年末有两只开放式基金排名在前十位。四是结构性熊市，前文说了，2011 年上半年就是如此，在大盘波动不大的情况下，行业、个股表现得很弱，在大盘股微跌大盘指数微跌情况下多数股票大幅回调，使得多数基金难以有发挥空间，2010 年表现良好的华商基金，在 2011 年就损失惨重，而大盘股配置高的南方隆元得以表现突出。当然，这些都是典型的事后分析，身在此山中，云深不知处，能清楚地知道自己所处市场形态的人，那才是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高手中的高手，并且一定只是少数人。

从四种市场的类型来说，所谓利用仓位的结构性调整来规避市场风险的做法，只适用于其中的结构性牛市及趋势性牛市。在结构性牛市中，市场处于活跃的状态，波动很频繁，波动则产生价值空间。这类市场面临系统风险时，结构性调整是有效的，用低风险股代替高风险股，用高价值股代替低价值股，而结构性牛市所寻找的正是高价值与低风险的股票，所以此时进行结构性调整，不仅是规避风险，还是获取收益的手段。而在趋势性牛市里，事实上不分品种，只要是股票就会有上涨的机会，而且涨幅上不会有很大的差异。所以，结构性调整能规避潜在的风险，而不会影响收益。可能有人会说，趋势性牛市里系统性风险很小，做结构性调整有何必要？事后来看确实没有必要，因为过去的局势已经非常明朗，可以确定当时的市态就是趋势性牛市。但在当时面对的却是不确定的未来，根本不能确定市场将是何种状态，所以任何防范风险的措施都是有必要的。所以，对于在趋势性牛市中换股这样的手段，我们很理解，并能勉强接受。

但我们不能理解并难以接受的，则是在另外两种市场形态中抱守这个仓位的结构性调整为防风险手段的做法。事实上，这已经发生了。2011 年的市场已经证明，结构性调整并不能规避今年的市场。经过我们的了解，在上半年，能够有效降低自己基金组合仓位的人并不多，至少我们得到的情况是，仓位在 80% 以上的不在少数，而一般来说，公募基金的仓位底线在 60% 附近。2011 年以来的基金表现差异上，不只是配置大盘股或配置小盘股的差异所导致，更大的问题可能在于所谓仓位的结构性调整规避市场风险这种手段上。

在结构性熊市大盘波动不大的情况下，多数股票下跌，这时利用结构性调整手段，去规避市场风险是徒劳的，因为在众多股票中，选出抗跌或不跌的股票的准确度，可能高不过猩猩扔飞镖的精确度，二八法则同样适用，谁能确定自己所选的股票就在“二”的范围，而不是“八”呢？至少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从概率上看，选错的概率在 80%。这时候，所有人定胜天的想法都是虚幻的。

在趋势性熊市中，就更别提所谓结构性调整了，所有股票都下跌，还有什么可说。此时还有此类作为，就不是幻想主义这么简单了。

很明显，在结构性熊市与趋势性熊市中，要规避风险，仓位水平的迅速降低，比所谓仓位的结构性调整要有效得多，虽然公募基金有契约底线的限制，但能有效利用这个底线的投资者能有几个呢？

所以，仓位的结构性调整对于防范市场系统性风险，只是个限定条件下的可用工具之一而已，而不是百试百灵的万能良药。规避系统性风险，首要是对系统性风险的判断，看所处的是哪种市场形态之中，然后再选择规避市场的方式。最简单地说，就是要在降低仓位水平与仓位的结构性调整之间选择一个吧！

其实有时候，我们不免阴暗地想，或许相对收益的考核基准造成了仓位的结构性调整的滥用，使得投资者成为最后的埋单者，而基金管理人并不承担成本与风险。如果是这样，倒是解释得通，我们在进行基金投资时也可以将其作为一种考量的手段，在自己选择及买卖时，也就不再有对基金公司的愧疚心态。但如果不是考核基准决定行为，那或许就要质疑专业能力了，甚至，这已经成为这些投资管理人用来搪塞对市场判断失误的借口。但至少对市场的风险判断不明，是专业能力的问题，应对风险手段不适用，是管理能力的问题。或许，背后另有隐情，这其实就是投资管理人的道德问题。

总之，想用不变的仓位结构性调整手段去规避变化的市场风险，还真是天真得很。

投资策略陷阱四：市场波动就是点位波动吗

一个习惯是，当我们在讨论市场的向下或向上波动时，总是习惯性地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测点位，技术分析也好，基本面分析也罢，最终的结论一定会指向一个点位，或者是一个点位区间。所以使得人们简单地以为市场的波动，就是指数点位或股票价格的上下波动。但事实上，在投资操作过程中，能真正抓到最低点或最高点的极为罕见，所以点位的预测实际意义不大。而市场的波动，其价值也不仅仅是点位的波动，还有其他的。

当市场在波动时，无数的投资分析，不论过程是怎样推导的，最后结论经常会落到对点位的判断上，大盘的点位，个股的价位，不是一个数字就是一个数字区间，当然，后者比较容易把握，所以用的人更多。这逐渐引导人们，误以为投资分析的目标就是判断点位、当前所处的位置及未来的位置等。也使得专业的投资分析逐渐沦为多数人可以从事的事情，即使擦鞋的都可以和你说大盘会跌到多少点或涨到多少点，某只股票会跌到几块钱或涨到几十块。他们在预测时，可以忽略或者不提分析过程、推导逻辑，因为结论只是一个数字或一个数字区间，拍脑门给一个好了。

波动有价值，因为波动能给出操作的空间，波动也能吸引资金关注，活跃度高，弹性就更大。但认为市场波动就是点位的波动，依然是比较片面的。在实际的投资操作中，即使预测对了点位或者区间，但其对投资操作的意义并不是很大，因为在一个低点或高点真正出现之前，没有人能够确定这就是低点或者高点，往往事后才醒悟，或者及时改口，但此时最好的点位已过。所以事实上，能真正在操作中抓到最低点做多或抓到最高点做空是极少数人的极少数操作，如果有人说他每次都抓对了，那么小心点，他可能对你另有所图，特别是图你的钱。所以，对投资者来说，波动的价值不只是点位的波动，投资分析的最终结论也不仅仅是点位的预测，市场的波动也不仅仅是点位的波动。

我们想到了一个很唬人的名字，叫做市场波动的宇宙观，这个概念的提出是有理由的。先介绍下宇宙的概念，宇宙（universe）是由空间、时间、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物质和能量，所构成的统一体，是一切空间和时间的综合。一般理解的宇宙指我们所存在的一个时空连续系统，包括其间的所有物质、能量和事件。时间与空间的组合，就是宇宙。宇宙观就是建立在时间与空间统一基础上的观念体系。放眼万事万物，皆可以找到时间与空间解释，这接近最普遍的自然辩证法，所谓道法自然，是人类认知的根本。所以，用宇宙观去解释市场的波动，实在是大材小用了。这里尝试一下，但大家在关注对市场波动分析的同时，谨记宇宙观的重要性吧。

市场的波动，同样是空间、时间、物质和能量的统一体。

所谓空间，可以理解为刚才说到的，被广泛认知的点位区间、涨跌幅度等。这也是投资者最为熟悉的对市场波动的理解，所以，他们就会很容易落入常识性陷阱，误以为市场波动不过是涨跌的点位，却忽视了，其他因素也同样重要。

时间问题，这是市场波动中的另一重要因素，特别重要，却也是最容易被忽略的。市场波动的时间，**就是波动持续的时间**，比如市场下跌，几个交易日迅速下跌 10% 或 20%，也恰好达到某一指数整数位或者年线之类的技术指标线，比如 2 600 点，怎么看都像是底部。但这时候入场，恐怕要承担很大的风险，当然，最难受的是煎熬。因为，这种做法只看到了波动的空间，认为空间已经足够，但却忽视了时间。其实，**任何一次向下调整，不会有了最低点就会立刻上涨，一定会在底部区域徘徊良久，逐渐累积力量与人气，才有可能实现反弹或者反转**，这个时间少则几周，如 2008 年在 1 664 的最低点后盘整了 8 周，才开始反转的路程。多则几个月，如 2010 年 5 月到 9 月，在低点 2 319 附近盘整了近 4 个月，才有一个 700 点的反弹。甚至在 2004 年和 2005 年持续了几年，才有了后来的 2006 年和 2007 年的大牛市。**所以，即使判断对了最低点，在低点进入，也要承受很大的煎熬，重仓与轻仓，持仓与空仓，投资者持有的心态是完全不同的。**在市场剧烈**波动，对底部判断不明，对未来看不清时，内心的纠结，忍受的痛苦是难以言表的。往往，情绪逐渐暴躁脆弱，终于有一天，大一点的波动将你赶出**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了市场，没赚到钱，反而承受了亏损。你猜到了开头，却没猜到结局。所以，除非你仓位很轻，所以在前期迅速加仓的做法不可取，空间够了，时间还没够，我们不相信多数人都有钢铁般的意志，所以，为了少冒风险，还是等待市场波动在时间上的充分调整。但这里的好处在于，辩证法再次发挥作用，你忍受痛苦的时间越长，往往得到的回报也就会越丰厚，因为一旦市场上涨，那么其上涨的空间与幅度，与调整、盘整的时间长度是成正比的。

物质，则很好解释，就是投资品种、投资标的。不同的品种，会体现出拥有不同特征的市场波动，所以会衍生出稳健投资、进攻型投资、防守型投资、固定收益投资等。在股票市场，就是择股了，这方面本书中还有多处讨论，大家也都很熟悉，不需要多解释。

能量，就更好解释了，成交量、资金量，是股票市场中典型的能量代表，成交量与资金量，是市场实现波动的必要条件，少了它，任何市场上涨或下跌都不能实现，有价无市，也就不是真正意义上的市场了。并且，市场波动的幅度往往需要成交量与资金量的配合，这代表着市场的信心，以及投资者对市场认同与否的信号，因此，底部放量或缩量，顶部放量或缩量，往往能解释出截然相反的含义。

现在，我们才算拥有一个关于市场波动的比较完整的解释，并且也会发现，认为市场波动就是点位波动的，不能被认为是错，只是太过片面，被最熟知的认识蒙蔽了眼睛，误以为这就是全部，认出了大象的尾巴，觉得大象外形就是绳子的形状，落入了常识性陷阱。

我们认为波动拥有价值，就在于它制造了操作的空间，也同时拥有波动调整的时间，让人们去分析、去判断、去纠结与迷茫，挤压出众多的不坚定者，剩下少数人，享受最初的盛宴。所以，投资可能确实是比较专业的事情，特别是想获取超额收益，就要做更多的功课，付出更多的时间，这一定是少数人。还有少数人，凭借聪明才智，就可以获得平均收益。那么多数人呢？可惜的是，多数都是输家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资策略陷阱五：估值就是现金流折现吗

认为股票的估值，就是公司未来现金流的折现，是很多对股票进行绝对价值分析的投资者惯用的分析方法。现金流折现法对于现代金融的发展具有里程碑意义，因为它确定了时间拥有价格，并且用这种方法可以计算这个价格。但其更加适用于固定收益品种，即未来的现金流是确定的。但上市公司的未来现金流恰恰是变化的，不确定的，这是公司比债券更有吸引力的原因，但同时也明确了，现金流折现并不适用于为公司定价。所以，从教科书上照搬照抄的方法，又使我们犯了错，落入了又一个常识性陷阱。

最近兴起一本名为《无价》的新书，翻了12页，就确定这是本好书，因为它能引发我们对于价格的思考。它认为定价其实和成本没有关系，完全是一场心理战。所谓价格，都是消费者的一场集体幻觉，和产品的实际成本没有必然联系，而是同购买者所设想的成本存在关联。按照这个逻辑，或许我们可以说，股价与所谓估值或许没有关系，而是一场心理战。价格只不过是投资者的一场集体幻觉，同他们所设想的故事有关。

对于股票的定价，一般有绝对估值与相对估值之分，绝对估值注重现金流，往往用未来现金流折现这类或近似的方法，能够给一只股票计算出明确的价值，而理论上价格则应向这个方向回归。而相对估值，则是我们常用的市净率、市盈率之类，其实是与计算绝对价值相反的过程，用价格除以预期的收益，来衡量估值高低，实际上已经把价格内化了，因为在计算估值时，已经知道或看到价格是多少了。**绝对估值有着明确的结果，即股价应该是多少，是明确的数字，但是前提往往很模糊、很随意**，比如期限的差别、现金流的差别、贴现率的差别，任何一点变动，都会导致估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的剧烈变动。**而相对估值则有着明确的价格，因为价格是现在已经存在的，是既定的条件，估值却是模糊的，因为它的比较基准往往是公司自身的历史或者同类公司，而这些基准本身就是个变量，所以你会看到相对估值往往是一个模糊的区间。**

现金流折现法对于现代金融的发展具有里程碑意义，因为它确定了时间拥有价格，并且用折现法可以计算这个价格。但其更加适用于固定收益品种，即未来的现金流是确定的。但公司的未来现金流恰恰是变化的，不确定的，这是公司比债券更有吸引力的原因，但同时也明确了，现金流折现并不适用于为公司定价。可以说，一家现金流确定的公司就是一只债券，如果是这样，直接去投资债券岂不更方便。

通过上述分析之后我们会发现，虽然相对估值似乎更合理一些，但仍旧有估值模糊的问题，明确的前提，给了模糊的结论。所以，不论是绝对估值还是相对估值，都不过只是个悖论，只是前提或结论的不同角度而已，只是由估值到价格，或是从价格到估值的方向不同的游戏。而我们却往往执著在估值方法的玻璃窗里，看得见光明，却没有出路。

其实，没有什么绝对的东西，估值没有绝对，价格更没有绝对。

股价，即股票的货币价格。货币即是度量衡，秦始皇统一了度量衡，所以中国才有统一的价值衡量体系。金属货币，本身就存在价值，所以被称为硬通货。纸币，本身没有价值，却含有国家信用的隐含价值，至少是这种隐含价值的体现。**由于货币本身具有或隐含着价值，意味着价值的货币作为价格衡量尺度本身就是相对价值的体现，所谓绝对价值也是相对的。因此，估值方法只有相对，而不应绝对。正因为如此，人们在衡量任何一种物品价值的时候，会本能地寻求衡量坐标，以帮助确定价值。而相对估值的坐标，可以是同类价格，可以是历史价格等。**

举例来说，想要确定一只新发行股票的估值，我们往往倾向于在市场中寻找行业、规模、主营业务等相似公司的估值，作为价值坐标，用于确定新股的估值区间，这就是同类坐标。在判断一只股票的估值处于高估还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是低估时，我们则习惯于把它的估值走势图拿出来，看一下目前处于高低哪个区间，如果在高区间，则慌忙卖出，若在低区间，则捡到宝，匆忙杀入，这是以历史估值为坐标。还有的则是以上两者的结合，比如一只小股票，对它而言最好的故事是成长，那么则可找出同行业的老大，以其作为坐标，判断如果这只小股成长为行业老大的规模需要多长时间，会有多少赢利，该给多少估值，价格会翻多少倍。

相对估值的坐标还可以是非数量化的东西，例如我们非常关注的投资者情绪，市场情绪高涨，投资者给予的估值往往更高，比如 2007 年，都已经透支未来几年的赢利了，而相反，市场情绪低迷，投资者给予的估值往往更低。比如银行股，整体行业增长的放缓是导致估值中枢下移的主要原因，但低迷的投资者情绪也是重要原因，一旦情绪恢复，所谓的增长放缓也就是浮云。这里说句题外话，据说有外资机构调研国内经济学家对 2011 年货币紧缩政策的预测，结果是平均预测今年会加 7 次存款准备金。这样的结果使我很高兴，因为我们知道，经济学家是比散户更加具有动物精神的一类人群，他们这么悲观，那就说明悲观该到头了，我们开始对市场乐观。

唯物辩证法告诉我们，世界是相对的。这是因为我们根本无法找到一个绝对的价值坐标。而我们在判断事物时，本能的就是参照同类，参照历史，所以相对价值覆盖了所谓绝对价值，成为价值衡量的主导。而就是因为相对价值的主导作用，导致事后看来非常清楚的非理性行为，在当时看来都是理性的。比如熊市中的低价不买，牛市中的高价不卖。大家都熟悉的“郁金香事件”，现在被誉为最早的金融泡沫，其疯狂程度令人惊奇，但对当时的参与者来说，参与泡沫才是最理性的行为，不参与反倒是傻瓜。这就是因为整体氛围的影响，使得当时相对估值的坐标发生极大变化，参与才成为理性行为。所以也可以说，泡沫破灭，是当时估值坐标崩溃的结果，新的估值坐标要远低于泡沫坐标，自然会有新泡泡代替旧泡泡，小泡泡代替大泡泡。

了解了相对估值的机制，我们会发现，要寻找投资机会，或许可以着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

眼于估值坐标的变化，估值坐标变化，就意味着相对价值本身的变化，而这种变化，往往是对股票估值的系统性修正，这里面的机会往往非常深远。比如资产注入的故事，之所以存在暴利机会，就是因为注入资产必然导致估值体系发生变化，一是估值坐标变化，估值的坐标系需要依据注入资产类型发生改变。二是由于估值坐标变化，使其要讲的故事来发生变化，比如以前讲的是卖脑白金的故事，现在正讲的是资产注入，未来讲的或许就是征途游戏的故事了，故事变了，估值水平当然也就变了。

拿刚刚提到的“郁金香事件”的故事再说一下，当郁金香开始受追捧时，估值坐标就已经发生变化了，之前是用花的估值坐标，而现在则用的是灵芝、人参的坐标，再深入下去则用的是黄金的坐标，伴随这样的估值坐标变化过程，郁金香球茎的价格疯狂上涨，以至于最后郁金香本身成为了估值坐标，想象一下，当时有没有可能说一个荷兰盾价值几万分之一郁金香球茎，而不是一个郁金香球茎价值几万荷兰盾呢？如果泡沫不破灭，我相信这是非常可能的，如果这样，郁金香球茎就会成为实际意义上的硬通货，是货币，而原本的纸币荷兰盾，则需要以郁金香球茎来定价了，或许直接成为废纸。物极必反，当郁金香泡沫破裂后，估值坐标迅速修复，几乎顷刻间回到花的估值坐标上来，并且由于恐慌情绪和下跌惯性，最终的估值已经跌破花的估值坐标，改用大蒜的估值坐标了，毕竟据说郁金香的球茎是可以吃的，不是有故事说，当时有人把一位商人的球茎误当做大蒜吃掉而遭到起诉吗？

到这里，我们或许可以领悟得到，所谓绝对估值、相对估值，其实都是一个个用同类估值、历史估值等相似模子刻画出来的故事，原本的差别，就是来源于我们对教科书上学来的经典的现金流折现技术的滥用，对于技术的过度滥用，常常是使我们落入常识性陷阱的原因，因为我们以为，作为真理，一定是万能的，随处可用的，却没想到，它们的使用是有制约条件的。所以，概念上的差别掩盖了两种估值方式实质上的相似。

然而赚钱的故事与亏钱的故事之间的差别或许在于，它们是否会造成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值坐标的巨大变化，越是巨大的变化，越是意味着巨大的机会。毕竟相对于资产注入这类故事来说，一个公司下一季度的赢利多少的预测可能更难帮我们赚到钱。

或许，只有估值坐标才是估值方法的本质？不知道，但至少可以确定，关于估值坐标的故事，才会是真正有料的故事。

深入讨论：估值坐标的基本估值——估值坐标的扩展之一

我们在上节对估值方法的澄清中提到了，或许，只有估值坐标才是估值方法的本质？不知道，但至少可以确定，估值坐标的故事，才会是真正有料的故事。经过深度思考，觉得还可以扩展与深化一下，其实很多都是大家非常熟悉的理论与思路，这里只是借着“估值坐标”的噱头做框架，对估值体系做一个另类整理，希望能产生正向外部效应吧。

估值坐标框架下的估值方法，或许可以分为估值坐标基本估值与估值坐标转换估值两个层面，就我们能想到的，分开说吧。

首先谈第一大类，估值坐标的基本估值层面，基本含义是在一个基本稳定的估值坐标范围内，进行企业估值。所以这一大类的方法中，主要的细分差别就在于估值坐标的不同，具体有同行业公司估值、不同市场公司估值、历史估值、发展阶段估值、人力资本估值等，略微解释一下。

（1）同行业公司估值坐标中。主要是以同行业中的指标类公司作为估值基准，进行假设性比较，大概估计估值空间。一个行业的估值基准，一般为龙头公司，其发展代表了行业发展的一个典型阶段或典型特点，也是广受投资者注意的投资标的，交投活跃，因此其市场估值一般都能充分体现其估值水平。同时，龙头公司一般为新晋公司学习、模仿、赶超的对象，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至少在起步阶段，一般会花费较长时间重走龙头公司的发展之路，因此，可以以龙头公司为基准，假设新晋公司的发展道路与其基本一致，以考量企业估值。具体方法上也有差别，比如规模上，可以假设新晋公司达到龙头公司的现有规模，估计会用多少年，然后倒推过来，看看现在值多少钱。再比如看看龙头公司目前营收如何，再给新晋公司一个主观的系数，来估计这个公司的营业收入，然后判断估值。再比如，看看龙头公司在哪个细分市场没有顾及，而恰好新晋公司在此更加专注，则可获得超额收益。还比如，最简单的，就是看龙头公司市盈率是多少，再估计该给新晋公司多少估值。

（2）**不同市场公司估值。主要是同行业公司估值的地域化扩展。**由于不同国家的发展阶段及路径不同，投资文化的不同，历史背景及演化路径的不同，都往往导致同一类型公司，甚至同一家公司在不同的市场具有不同的估值，形成不同的价格。**但由于不同市场之间估值差异往往有较为稳定的相对区间，因此这种差异并不影响其他市场对于我们估值的指导性意义。**比如我们所熟知的 A-H 股溢价指数，就是利用两个不同市场给予同一家公司的不同价格，来判断其中一个市场的估值是否过高或过低，而且从历史上来看，A-H 股溢价指数基本在一个区间内震荡，这构成了不同市场估值对于我们具有指导作用的基础。其他的还有比如给当当网定价，以亚马逊为参考是合适的，给百度定价，谷歌的价格就可以作为一个参考，当然，前提是这些公司在美国上市。

（3）历史估值的指导作用。**从历史中寻找答案，可以说是人类面对模糊未来的本能，而历史的积累也确实有效地帮助我们聪明地面对未知。即使资本市场受动物精神影响，导致波动很大，但在多数相对理性时间内形成的历史，依然对我们有重大的指导意义。**比如我们看一个行业的估值，往往会把过去几年的估值水平都拿出来做一下比较，看看目前的水平在这一曲线的哪种位置。

在历史估值的基准内，可以分为两个层次，**一是不同时期相似的事情总是发生。如经济周期理论，现在非常热门，这是上百年留下的历史经验，**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并且神奇地准确，在这一估值坐标内，我们可以较为准确地判断目前所处的经济阶段，以判断在此时市场应有的估值。当然，对投资而言，相对于判断目前所处阶段更有价值的是，去判断这次与上次有什么不同，历史总是相似的，却不是相同的，不同周期中的相同阶段，其驱动力一定是存在巨大差异的，这就是所谓的结构性差异。二为同一件事在不同时期的差异。这方面主要体现如市场、行业、公司等估值的历史波动，这方面的历史对于估计相对应方面的估值，同样具有指导意义。

（4）发展阶段估值坐标。**一个人、一个国家、一个行业或一个公司，就其发展路径而言，都有着大体相似的发展阶段，一个人的成长、成熟与老去，一个国家的兴起、发展与消亡，一个行业、一个公司也同样具备这样的生存轨迹，而不同的发展阶段具有不同的发展动力与速度，资本市场也就据此给予不同阶段的行业与公司不同的估值。**比如在成长阶段的估值一般要大幅高于处于成熟阶段的估值，这也是中小盘股的估值要显著高于大盘股、中国股市整体估值高于美国股市估值的原因所在，**不同的发展阶段，会给资本市场带来不同的红利，也有不同的负面伤害。**

（5）人力资本估值坐标。这方面较好理解，一个好的经营团队往往会获得较高的估值，因为其过去业绩好，也会带来对未来的良好预期，则会获得好的估值预期。在很多公司，管理层所代表的人力资本估值坐标对于估值高低的影响非常明显，最典型的是苹果的乔布斯，如果当时他真的因为健康问题退隐了，那么估值降低则是确定的。其他的比如，阿里巴巴没有了马云，比亚迪没有了王传福，伯克希尔没有了巴菲特，这些公司会变得怎样？管他怎样，估值先调低了再说……

其他方面的估值坐标可能还有很多，大家可以继续补充，只是，应该都能放到估值坐标这个框架里吧。

我们再探讨估值坐标框架内的第二大类估值方法，即估值坐标的转换问题，而且根据我们的理解，估值坐标转换是获得巨额超额收益的机会所在，而估值坐标体系内的基本估值，则一般提供平均收益。所以，估值坐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标的两大类方法，可能对于不同的投资风格，具有不同的价值。关于这方面的探讨，我们下节详解。

深入讨论：估值坐标转换的估值——估值坐标的扩展之二

我们在前两小节已经为本节做了充足的铺垫。关于估值坐标的故事，才会是真正有料的故事。估值坐标框架下的估值方法，或许可以分为估值坐标基本估值与估值坐标转换估值两个层面。本小节，我们来继续探讨估值坐标转换下的估值问题。

接续上节，我们继续在估值坐标的分析框架下，探讨一下此框架内的第二大类估值方法，即估值坐标的转换问题，而且我们上节提到过，按我们的理解，**估值坐标转换是获得巨额超额收益的机会所在，而估值坐标体系内的基本估值，则一般提供平均收益**。所以，估值坐标的两大类方法，可能对于不同的投资风格，具有不同的价值。**从两大类投资机会出现的频率上看，估值体系内的基础估值属于市场内的常规机会，而估值坐标的转换带来的则是难得一遇的历史性机会**。至少，对个人而言，还是更期望能抓到后一类机会的。

估值坐标转换带来的投资机会，其实上一节已经有所提及，在这里，我们讲几个故事，用来说明估值坐标的转化过程以及带来的投资风险与机会，可能与之前略有重复，请大家忍耐。

第一个故事是之前提过的，郁金香的故事，我们以为分析的角度挺有新意，再拿出来强迫大伙读一下。其实**郁金香泡沫从产生到消亡，都是一个估值坐标发生巨大转换的过程。当郁金香开始受追捧时，估值坐标就已经发生变化了，之前是用花的估值坐标，而现在受到升值预期、财富效应**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及热烈情绪的诱使，使得估值坐标无意识中逐渐演变为以灵芝、人参等仙草作为估值坐标，再深入下去则用的是黄金、钻石为估值坐标，伴随这样的估值坐标变化过程，郁金香球茎的价格疯狂上涨，以至于最后郁金香本身成为了估值坐标。如果泡沫不破灭，我们相信郁金香会和贝壳、黄金之类的一样，都有可能成为硬通货，而原本的货币荷兰盾，则可能沦为废纸。物极必反，当郁金香泡沫破裂后，估值坐标迅速修复，几乎顷刻间回到花的估值坐标上来，并且由于恐慌情绪和下跌惯性，最终的估值已经跌破花的估值坐标。再往后，可能一段较长时期内，由于球茎暗含的悲惨记忆，甚至连粪土都不如了，这时已经找不到更低的估值坐标，这东西也就没有所谓价值了。**时间如流水，时过境迁到现在，郁金香又恢复了作为美丽鲜花的估值，而且看起来确实高贵淡雅，可以享受鲜花中较高的估值水平。**

第二个故事，我们聊一下房地产。我们认为，对于地产来说，最好的结果可能就是挨骂不挨杀，但现在，可能不会有最好的结果了。政府从道德的角度一再提醒地产商要保守道德。这样的意义非同寻常，加上一层紧似一层的调控措施，加上保障房的政治契约，事实上我们可以判断，我们对地产的估值坐标，需要调整了。**从20世纪90年代开始，地产行业逐渐被确定为支柱行业，促使其从简单的建筑业升格，在超发货币的催发下，估值坐标性质迅速由工业属性为主逐渐泡沫化为金融属性为主，在一定意义上实现了所谓“资产证券化”，把工业产品转变为金融产品，从工业企业的10倍市盈率合理估值上升为金融杠杆化的30~50倍市盈率。**这一估值坐标转换过程，伴随的是地产行业的繁荣，也是地产股的繁荣，有了地产行业估值坐标的转换，万科才可能成为今天的千亿万科，股价才能翻几番，国内投资了地产股的所谓价值投资者才能还有幸存者。而现在一个明显的改变是，地产行业开始被去支柱化，之所以没有一下打击到位，是因为其还有支撑经济的价值，所以可以预期，**这将是一个渐进的去支柱化过程，而这个过程，必然伴随其去金融属性的过程。并且，更悲观一点，鉴于资本的强敏感性，可能在去支柱化的起始阶段，其金融属性就立刻被抛弃了。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而现在即是起始阶段，估值坐标转换或许已经箭在弦上了。梳理一下地产行业的估值转换路径吧，**工业品估值坐标——工业品+金融产品估值坐标——工业品+更高的金融品估值坐标——工业品估值坐标。在这样的估值坐标转换过程中，我们既可以在第一阶段暴富，又可以在最后的阶段变得赤贫，这或许就是估值坐标转换的力量。**

第三个故事之前也有所提及，即是产业间转换等方面促成的估值坐标转换。比如资产注入的故事，之所以经常存在暴利机会，就是因为注入资产必然导致估值体系发生变化，一是估值坐标变化，需要依据注入资产类型发生改变。二是由于估值坐标变化，使其要讲的故事发生变化。估值坐标变了，故事也就变了，估值水平当然也就变了。

第四个故事是我们很感兴趣的领域，即情绪促使导致的估值坐标的转换。**如果说估值坐标转换是引起了波浪，那么情绪就像是风，能把浪花引发成海啸，并且，由于这种强大的迅速放大效应，往往使得人们认为情绪就是估值的决定要素，使得常识之上又蒙了一层薄雾。事实上我们会发现，估值坐标转换才是源头，有了这种转换，情绪才有所依，才能是风，估值坐标转化跨度越大，情绪才能是大风，是狂风，才能推波助澜。**所以大家会注意到，**我们刚才所说的是情绪的转换促使的估值坐标转换，而非情绪导致或决定估值坐标转换。**实际上很好理解，情绪激昂时更愿意给出高估值，恐慌时连低估值都不愿意给，**情绪成为估值坐标转换的放大器，使得我们有机会利用情绪，做出个杠杆投资来**，这是不是会让我们想到科斯托拉尼的主人与狗的故事呢?

故事讲完了……

实际上我们发现，从市场的日常波动中，我们并不能发现本节谈及的估值坐标转换的故事，**这是因为一种转换过程，就是一个时间过程，是一个段的时间区间，而日常的点的时间，根本就没有转换这种生态存在的空间。**或许，这就是价值投资时间往往比较长的原因吧，虽然我们认为价值投资和时间没有关系，只和价格有关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从历史的眼光看中国资本市场，就会发现估值坐标转换的故事璀璨无比，到处能找到同样的背后逻辑。也意味着，巨大的收益，需要长期的时间才可能获得，这也是时间价值的基本规律，虽然暴富往往不过几天几月，可是你要知道，这样一个故事的产生、发展需要多长的时间，而且，对你来说，你要能够有能力抓到这样一个故事，需要花费多少时间、多少青春呢？这些都是估值坐标转换价值的组成部分吧……

从中国几十年的经济发展和资本市场发展路径来看，我们所处的发展阶段恰恰是一个国家、一个市场中估值坐标转换最为剧烈的时代，造就的故事最是可歌可泣，一个转型的国家、一个发展中的市场，依然能给我们留下无边的想象空间。

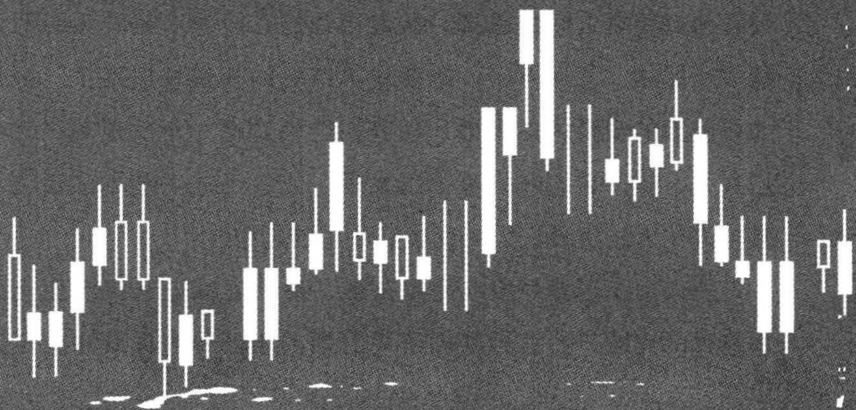
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 上市公司竞争优势

本章导读

本章是在宏观的基本分析及投资策略分析之后，力求对选择公司做一个讨论，问题显得更微观一些。选择合适的股票，前提是选择优秀的公司，其他的都是无本之木，不能长久。而优秀的公司，往往拥有自己独特的竞争优势，本章主要围绕这方面进行探讨，做一个关于公司竞争优势的梳理，我们会发现，技术、渠道、营销等都会成为一家公司的竞争优势，而依据其所形成的竞争优势，对其进行有针对性的分析，这对于理解公司的基本面有很大的帮助。本章厘清和对比了很多上市公司竞争优势概念，风格上也与前四章有所区别，之前的章节总是指出哪些是常识性陷阱，投资者又是如何落入常识性陷阱的，然后再围绕这些陷阱展开讨论，相应引导出我们的看法。但本章我会做一个改变，我不会指出哪里会存在什么陷阱，只是试图在每篇文章中梳理出一个可以说得通的逻辑，把我认为可能是正确的说出来，希望能帮助读者从正面识别选股的常识性陷阱。

告诉你什么是对的，与告诉你什么是错的，或许是殊途同归吧。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争优势

对于一家上市公司，往往有好公司或好股票两种称呼，前者是从产业角度来说，能够在市场中通过出售产品或服务为股东获取较丰厚的利润。后者是从资本市场角度来说，能够使股票市场中的参与者较容易地获取价差收入。只是，**由于产品市场与资本市场的不同属性，使得好公司不一定是好股票，好股票也未必是好公司，这迫使我们在判断一家上市公司的产业属性之外，还要判断它在资本市场的金融属性。前者需要通过行业、运营模式、管理等角度进行分析，赢利是第一位，所以毛利率很重要。后者需要通过基本面、资金面、政策面、情绪面等方面综合考量，能上涨最重要，所以赢利之外，弹性、故事等，都是重要的因素。**

从产业的角度而言，赢利是最艰难的，只要有赢利，就可以吸引产业资本的进入，只要卖煎饼可以糊口，就不会介意起早贪黑，与油烟做伴。**但从股市的角度看，一家上市公司赢利并不难，难的是能否每年都有较好的增速，而且是持续的。**产业资本可以接受100元每年赚10元，股票资本却只能接受第一年赚10元，第二年要赚11元，第三年要赚12.1元。**产业资本可以满足于单利，股票资本却要追逐复利，只有复利的时间才是有价值的时间，才能够滚雪球。不同资本的属性，有着不同的需求，造就了好公司与好股票之间的差异。**这使得我们在股票市场几千只股票中，经常显得无所适从，无从下手，**好在资本市场的有效性决定了，好公司更可能成为好股票的逻辑依然有效**，使我们能够遵循一定的逻辑，找到好公司，然后买入，等待它的好处被市场发现，或者经过一些方法让市场发现，从而其他人买入，实现好公司变成好股票的过程。

所以由于选择好股票的复杂性，**我们尝试先选择产业上的好公司，解决炮弹的问题，然后再依据不同时期的市场特点，最终决定投向哪个投资**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标的。这是因为我们相信简单的大数法则，好公司更可能成为好股票，坏公司即使成为好股票，需要付出的代价也要更高。对了，这里的坏公司和人品无关，只是相对于好而言。而好公司，也是相对于坏公司而言，都是相对的，不用在这里纠缠不清，因为鸡生蛋，蛋生鸡，是个死循环。

基于这个出发点，我们尝试从产业的角度整理一下筛选好公司的原则或方法。这里所谓原则与方法的术语，都和管理学更相关，而非经济学。而管理学大师迈克尔·波特的著作《竞争优势》，恰好符合我们选择好公司的逻辑，所以我们暂且把本系列命名为“竞争优势”，以与之前的“常识”系列相区分。这也意味着我们本书的学习、讨论范围，由原来的宏观、策略范畴，逐渐落实到公司的范畴，想要做一名合格的资产管理者，这可能是必经之路。正是由于学习的缘故，这个竞争优势系列探讨的意味更浓，出错的概率更大，更需要大家多多指教、共同学习了。

我们所谓的竞争优势，就是在一个行业内，一家公司之所以超越其他公司的核心所在。一个行业往往都有行业平均收益率，是平均，就意味着有的高于平均，有的低于平均。竞争优势就是要寻找高于平均的原因与逻辑。我们打算从技术、渠道、营销、集中度和管理等角度进行阐述，并尽力在每个角度能找到相应的案例进行讨论。正如你所发现的，以上的角度太过简单而粗暴，而且经常有重合，原因在于这是我们学习的一个过程，角度的混乱是由于学习过程中思维的混乱造成的。更重要的是，一家公司的竞争优势，往往不是从一个角度出发，而是由多种竞争优势融合而成的综合竞争力，多角度的思维更加适合将复杂的竞争优势梳理成简单的逻辑。

技术优势是最容易理解的，领先的技术往往意味着强大的竞争优势，意味着高昂的毛利率，意味着微笑曲线的两端。微软与苹果就是20世纪末和21世纪初的两个真实案例。但恰是这两个公司，不但告诉我们技术给予的竞争优势，也能让我们发现，这个优势也是有期限的，再尖端的技术也会被超越，这只是个时间问题。20世纪，PC操作系统谁能与Windows争锋，UNIX、LINUX最终不成气候，微软独孤求败几十年。可是谁能想到在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

移动互联时代，Apple 的 Mac Os 系统，开始逐渐抢夺它的霸主之位了呢。

营销经常与销售相混淆，其实这是另一个层面的竞争优势，想一想，为什么有的产品本质上与其他产品没什么差别，但就能卖出高价，大家更喜欢买呢？中国代工生产的皮包和贴上 LV 的皮包差别在哪里，就在于营销所塑造的形象不同。为什么年轻人更喜欢百事可乐，而巴菲特这样的老年人更喜欢可口可乐呢？因为营销的差别。谁能说得出娃哈哈的矿泉水与农夫山泉有什么差别吗，后者真的有点甜？不知道，确定的是后者的价格高于前者。营销就是力量，它能产生价值，拥有价值。

技术优势是从产品角度出发，而渠道则是从销售角度出发，工厂里好的产品到消费者手中好的消费品之间的中间环节，同样也是产生价值的场所。渠道的价值与力量，在苏宁成功之后，才真正引起人们的注意，其实这与从国外引进超市是相同的原理，只不过苏宁的财富故事让我们更能切身体会。除苏宁外，还有众多的公司在渠道领域具有竞争优势，是它们赖以生存发展的资源禀赋，如支付宝，拥有的是货款支付的渠道，当当网是图书的配送渠道，阿里巴巴是各种小商品的电子渠道，京东商城则主要是家用电器的电子渠道，还有义乌商品城是小商品的传统渠道，大银行形成的金融分销渠道等。渠道就是资源，就是禀赋。

集中度这个概念让我们纠结了一下，因为本意是要说垄断与寡头，但觉得集中度能够涵盖这两个概念，无论垄断与寡头的地位是如何获得的，都意味着集中度的提高。集中度的提高，有两种方式，一种是权力给予，坐享其成，但要受权力监管及制约。一种是通过竞争获得，遍体鳞伤，但能获得市场自由。前者如石油石化、商业银行、电力公司、通信公司等，后者如格力电器、美的电器、三一重工等。从股票市场的表现来看，投资者明显更青睐竞争中形成的寡头公司，因为权力寡头，产品价格等受到严格制约，没有想象力，属于产业资本有兴趣而股票资本没兴趣的领域。寡头之所以能获得超额收益，是因为其行业地位给予的市场份额及产品提价能力，能使其获得高的毛利率，这是利润的来源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理产生效益。管理分为管理层及管理效率。有理想的管理层，能让我们寄托更多的理想，而没有理想的管理层，不可能实现别人的理想。乔布斯在与不在的苹果代表的就是这个例子。管理的效率，不仅体现在各项费用上，对于公司运营的隐形影响也同样不能忽视。老态龙钟的管理带来蹒跚的增长，这是个逻辑。活跃积极的管理能承载更快速的成长，这也是一个逻辑。这方面，比较一下伊利与蒙牛的差别，就能体会管理对效益的影响。

竞争优势一：技术优势

技术优势是容易理解的，领先的技术往往意味着强大的竞争优势，意味着高附加值，意味着低成本，意味着高昂的毛利率，意味着微笑曲线的两端。所有的公司都希望自己拥有技术优势。技术优势也是不容易理解的，因为我们**往往忽略了技术创新与技术优势之间那道坚固的玻璃墙**。对任何创新技术的转变，总是从无知到已知的过程，从不被接受到接受的过程，对我们而言，也必然本能地对新事物排斥，这是难以理解技术优势最艰难的所在。同时，任何技术在得到广泛接受之前，总是难以判定一项技术的前景，在一项技术突出的时候，事实上有更多的技术被淘汰了，即使我们愿意接受新事物，对新技术不排斥，但我们依然难以知道哪种技术是有前途的。所以，**这是个定性上简单的问题，因为所有人都知道需要技术创新，希望拥有技术优势。但定量上这是个复杂至极的问题，因为我们不知道哪种技术创新最终能形成技术优势，而不被淘汰。**

能形成技术优势的技术创新，对公司的贡献或许有以下两个方面。

一是需求，提高产品的附加值，使其更好地满足消费者需求，甚至创造需求，使消费者愿意支付更多的溢价，从而使公司获取远高于平均技术的毛利率，这是公司的开源问题。比如无线通信技术，如果按技术含量，开始的大哥大与现在的手机差距很大，1983 年世界第一台移动电话问世，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摩托罗拉公司生产的第一台手机，重两磅（约907克），通话时间半小时，价格为3 950美元，被称为最昂贵的砖头。与目前价格在千元左右，设计小巧玲珑，功能多样的现代手机相比，差距千里。但其解决了移动通信的问题，移动电话成为人类耳朵的延伸，看不见的字句在空中传送，把人们连在一起，使世界变小。从技术的意义上，这是技术突破，而且有强大的需求，使得当时的手机价格可以很高，毛利率极高，处于微笑曲线的左侧（见图5-1）。

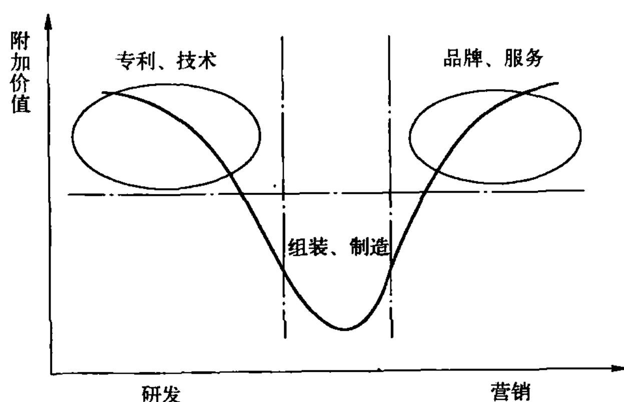


图5-1 微笑曲线

而伴随着技术的成熟以及高利润的吸引，使得更多的资金和厂商进入，竞争使得毛利逐渐下降，最终与其他行业保持一致，到达微笑曲线的中部。行业龙头由技术优势厂商逐渐转变为制造业厂商。而随着时间推移，工业化生产下的移动通信手机逐渐推广，并广为接受，手机行业逐渐演变为夕阳行业，这就需要更进一步的技术创新出现才能挽救这个行业。这时，移动互联网挽救了这个行业，智能手机被赋予了互联网、阅读、照相、音乐等功能，由单纯的移动通信工具逐渐转化为多媒体平台，这样的技术又满足了新的需求，提供了更多的附加值，智能手机又可以卖得很贵，获得很高的附加值，行业又回到微笑曲线的两端。这就是一项技术的工业化过程，也是微笑曲线的移动过程。在第一阶段的龙头有摩托罗拉、诺基亚、爱立信等，而慢慢地它们衰落了，新出现的苹果、HTC等，它们是新一代的龙头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二是成本问题，一项技术能够降低成本，也同样可以帮助公司获取技术优势，这是公司的节流问题。即使是高附加值的产品，也需要有合理的成本，制定出消费者可以接受的价格，否则有需求的技术创新却形不成购买力，无法形成技术优势。铱星计划就是个典型的例子。1997 年和 1998 年，美国铱星公司发射了几十颗用于手机全球通信的人造卫星，这些人造卫星就叫铱星。铱星移动通信系统是美国铱星公司委托摩托罗拉公司设计的一种全球性卫星移动通信系统，它通过使用卫星手持电话机，透过卫星可在地球上的任何地方发出和接收电话讯号。铱星系统开创了全球个人通信的新时代，被认为是现代通信的一个里程碑，使人类在地球上任何“能见到的地方”都可以相互联络。其最大特点就是通信终端手持化、个人通信全球化，实现了 5 个“任何”（5W），即任何人（whoever）在任何地点（wherever）、任何时间（whenever）与任何人（whomever）采取任何方式（whatever）进行通信。然而，拥有如此高的“科技含量”却好景不长，价格不菲的“铱星”通信在市场上遭受到了冷遇，用户最多时才 5.5 万，而据估算它必须发展到 50 万用户才能赢利。由于巨大的研发费用和系统建设费用，铱星背上了沉重的债务负担，整个铱星系统耗资达 50 多亿美元，每年光系统的维护费就要几亿美元。除了摩托罗拉等公司提供的投资和发行股票筹集的资金外，铱星公司还举借了约 30 亿美元的债务，每月光是债务利息就达 4 000 多万美元。2000 年 3 月 18 日，铱星背负 40 多亿美元债务，正式破产。

谁也不能否认铱星的高科技含量，但用 66 颗高技术卫星编织起来的世纪末的科技童话在商用之初却将自己定位在了“贵族科技”。铱星手机价格每部高达 3 000 美元，加上高昂的通话费用。它开业的前两个季度，在全球只发展了 1 万用户，这使得铱星公司前两个季度的亏损即达 10 亿美元。尽管铱星手机后来降低了收费，但仍未能扭转颓势。这个案例正是表明，即使一项技术创新可以满足一定需求，提供高附加值，**但无法降低的高昂成本阻碍了这项顶尖的技术创新转化为技术优势**，对于拥有这个技术的公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说，这或许是个灾难。所幸最后铱星计划找到了它的最佳客户，美国军方，使得铱星在2001年接受新注资后起死回生。

这几天读书看到了一个钟表的例子，也恰好可以用来作为分析技术创新与技术优势分析的案例。

14世纪的大航海时代，确定航船的位置是各国探险的当务之需，而这其中的关键是确定所处经度，因为当时的技术已经可以准确测量纬度。而经度的确定方法之一为地球每24小时自转一周，也就是360度，于是每小时就相当于经度的15度。只要知道两地的时间差异，就可以知道两地间的经度差了。于是，经度的问题就转换成等价的时间问题。但当时钟表制造工艺非常原始，每天快慢几分钟是家常便饭，这样的精度根本无法胜任测量经度的工作。而测量的最低要求为每天的误差不能高于2秒，否则将会造成海上一个经度的误差。所以对钟表的要求在于一是提高精度，二是降低成本。这两者都对技术创新提出了巨大需求。终于经过120年的努力和无数人的探索，19世纪初钟表的精度得以保证。又经过了30多年的努力，航海钟得以大规模生产，大大降低了成本，使得航船可以批量配置，用以互相佐证。当年达尔文进行环球航行搭乘的“小猎犬”号，就配备了22台航海钟，如果成本没有降低，达尔文或许也会迷失海上。

终于，**技术的进步满足了人们关于经度与时间测量的需求，又由于成本的降低使得产品得以普及，技术创新成功地转化为技术优势，成功地站在微笑曲线的两端。**

值得一提的是，这个故事并没有结束，与时间测量法相竞争的，以星体为标的定位的方法一直在不断发展。最终于1995年，卫星定位法正式进入商业化时代，钟表作为航海钟辅助测量经度的时代结束了，**这个过程，伴随的就是航海钟的微笑曲线向中部移动，技术优势丧失，逐渐沦为一般制造业。**令人欣慰的是，钟表在满足经度测量需求时，也顺带同时满足了人们对于计时的需求，加上百年的历史赋予了钟表深厚的文化底蕴，使得钟表有了文化的附加值，终于可以使很多高档奢侈的钟表品牌得以重新跨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入微笑曲线的两端。当然，这不只是技术优势的问题了，还有营销等方面的问题。

当满足了需求与成本的问题后，一项技术创新就基本具备了技术优势的条件了，拥有这项技术优势的企业，就可以在一定时期内享受这种技术红利，当然，前提是其他条件没有意外。

现在，我们可以倚靠一家公司的技术优势，躺在微笑曲线的两端，享受高昂的毛利了。而这时，心里还有一点忐忑，因为还有最后一个问题，趋势问题。我们回头再看看微笑曲线，其实，这个曲线的横轴可以换成时间坐标，这时附加值就会与时间相关了。任何一种技术优势，都会随着时间的推移而落后直至被抛弃，这是和自然法则相一致的。

技术优势的消失往往有两个路径，**一是被超越，同领域内更新更先进的技术的出现，更能满足需求与降低成本，原有技术优势自然被抛弃。**例如前面提到的微软和苹果的成功案例。同时我们也发现，优势也是有期限的，再尖端的技术也会被超越，这只是个时间问题。任何一个时代，都会有符合这个时代趋势的技术优势，在占据优势的同时，也注定会衰微，会被超越。这是同一技术领域的问题。

技术优势丧失的另一个路径是被替代，这与技术是否尖端没有关系，而是另一个不同领域的技术创新，满足或创造了这个领域的需求，从而瓦解了这个领域的原有技术优势，这是跨领域的问题。最明显的案例是柯达与佳能，前者是光感应材料的翘楚，全世界只有富士能勉强与其抗衡，国内企业乐凯与其实力亦相差甚远，当时三种胶卷可选，柯达卖得最好，其次是富士，乐凯基本无人问津。而这其中，柯达则最贵，明显处于微笑曲线的两端，当时一定有大把投资者舒服地躺在曲线两端，以为天下已定。但没想到在电子数码领域的创新，瓦解了感光材料的技术优势，胶卷迅速被数码代替，技术趋势瞬间转换，柯达迅速衰微，而数码领域的佳能则迅速崛起。面对这样的转型，越是原有的龙头，会失败得越惨，因为这种技术趋势往往与一个大时代相联系，没有机会去逆转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上讨论了技术创新成为技术优势的路径，以及技术优势消失的路径，但到目前为止，事实上对于我们进行投资帮助不大，只是解决了一点点方法论问题。因为这存在一个矛盾，对于一项技术创新，外行人很难真正了解其重要意义和先进程度等，所以必须成为这个领域的专家才行，这就阻止了九成的投资者。然后成为专家时，却往往受限于微观的技术领域，忽视了与市场、需求、经济、时代等宏观环境的配合，这样又阻止了九成的投资者。因此，往往面对无数的技术创新，而从中选择出技术优势，可能最多有 1% 的概率，何其难也。难怪巴菲特老人家坚决回避互联网之类的高科技股呢。

现在我们面前的新能源汽车就是一个例子，需求没问题的情况下，一是成本问题，现在的一辆电池汽车价格要比燃油车高很多，这是技术创新要解决的问题。二是技术趋势的选择问题，拿电池材料来说，就有碳酸锂、磷酸铁锂、复合材料等多种工艺，而哪种会最终成为此领域内的技术优势，确立行业标准的地位，做这种选择的正确概率，恐怕确实不会高于 1%。那么，新能源的出路到底在哪里呢，我们真的看清了吗？

竞争优势二：营销优势

营销可以成为竞争优势

一种典型的营销理论认为，世界上有两种商品，一种是产品，一种是品牌。产品是其他企业可以仿制的，而品牌却是独特的、与众不同的商品。卖产品是赚不了钱的，能赚钱的是品牌。种咖啡的国家是巴西，创建咖啡品牌，如世界速溶咖啡销量最大的国家却是瑞士（雀巢源自瑞士）。产品是制造生产的，品牌则是策划营销的。

伴随工业化进展，营销可大体分为几个阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一阶段是工厂时代，工业化能力尚不足，供给小于需求，生产至上，工厂生产什么，消费者就会买什么，所以亨利·福特可以宣称只生产一种颜色的汽车：黑色。

第二阶段是市场时代，生产效率的提高，使得产品开始极大丰富，供求关系转变，生产地位下降，市场地位上升，渠道等销售方式成为制胜关键，此时是在消费者的购买范围内，企业卖什么，消费者就买什么。这个阶段，美国的沃尔玛、中国的娃哈哈等，开始崛起。

第三阶段，则是在生产效率进一步提升，产品不仅极大丰富，数量、品种也急剧增加，堪称产品爆炸，而同时伴随信息时代的到来，开始进入争夺消费者的时代，此时，渠道地位开始下降，因为此时渠道已不是独占资源，同一货架内，可摆放无数种同类商品。所以可看出，**前两个阶段只需要满足消费者的物质需求即可，是消费者选择商品的阶段，而第三阶段，已经是公司争夺消费者的阶段，基本的物质需求满足已经是市场竞争的基本点，在此基础上，满足消费者的精神需求才是获取购买力的制胜手段。**

在这样的背景下，我们开始来探讨营销怎样成功满足消费者的精神需求，进而成为公司竞争力。

营销的最主要作用就在于创造、催生差异化，由差异化满足差异化的需求，不只是物质的，更是精神的。物质的极大丰富，任何领域的商品需求都可以有充足的供给，这时简单的商品需求就不只停留在物质层面，而逐渐被赋予精神层面的需求，一种产品不但需要满足物质需求，还要同时提供附加的精神产品伴随着物质，满足消费者的双重需求，可以说，这不只是消费产品，还有享受产品这一层面。

其实这里面所反映的恰是作为消费者的人类的发展方向。**全球 60 亿人口，除了几大洲、国别及人种的差异外，四周都是没有差异的同样的人，人和人之间的差别很难区分，个体容易丧失自我，失去方向，这种危机感促使人们倾向于在消费过程中，有意识地寻找个性化标签，以使自己区别于其他人，在一片人类的“红海”中创造自己的一块“蓝海”，于是针对这**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种需求，营销产生了。很多人认为营销只不过是厂商用来销售产品的手段，但其实营销的产生，最根本的还是源于人们定位自我的需求。如果满足了这种需求，公司就会拥有我们所说的无形资产，产品会附加无形价值。

综上的意思就是，与满足消费者的物质需求的能力一样，能满足消费者精神需求的营销力，同样可成为公司的竞争力，同技术优势一样，可以为产品提供附加值。

营销与销售

从字面意思理解，营销可解释为销售运营，所以往往导致营销与销售的混淆，其实这属于两个不同阶段的企业运营行为。销售为产品向消费者转移的过程，体现的是产品属性的转移，由产品变为消费品。而营销则是销售的准备工作，为销售确立定位、战略、产品差异化等方面。之所以认为营销可以成为一种竞争优势，是因为其对提高产品附加值与销售的促进作用，促使要么售价更高，要么销售量更高，在产品同质化严重的领域内，营销尤为重要。产品间的差别很难区分，确定的是它们都依靠营销力创造出了差别，提高了附加值。想一想，为什么很多产品本质上与其他产品没什么差别，但就能卖出高价，大家更喜欢买呢？营销就是力量，它能产生价值，拥有价值。

并且我们还会发现，**拥有营销优势的公司往往处在竞争激烈的领域内，因为产品的同质化而要求差异化，它们唯一的出路就是在一片“红海”中创造一点“蓝色”，以维持生存，甚至是更好的生活。**

营销成为营销优势

明白了营销产生的前因后果，接下来就简单了，在满足简单的物质功能的时候，只需要看消费者还需要哪些独特的认知元素用来与其他人形成差异化，就可以进行营销战略的区分，然后判断其是否能成为一种竞争优势。我们举几个差异化的具体方向或案例，来说明营销力向营销优势转变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的条件。这里是我们有意忽略了产品对消费者物质需求的满足，因为在我们身边，可以发现目前你能想到的任何一种需求，都有不止一种产品能满足，而这时能抓住你购买力的决定因素就是来自营销力，如果有产品能创造一种新需求，则是另一回事，那是创造了一片产品的蓝海，若产品阶段还处于上述的前两阶段，你能生产什么，消费者买什么的阶段，微笑曲线的两端，就像当初的福特一样，这不是我们现在讨论的营销力成为竞争优势的范畴。

第一种差异化的认知来自于财富的定位。

没办法，第一个映入脑海的就是这个元素，可能正是这种最原始的人类需求促发了这种最通俗的差异化认知。**这种认知的差异化，往往是通过价格来实现，对于财富的差异化认知需求越强的消费者，可能更愿意出高价购买附加值高的财富差异化产品。**当然，在产品高价的背后，更有能力支持较高的成本，使得产品质量能够有更好的保证。所以，能接受高价产品的消费者，要么是追求其所代表的财富地位差异化，要么就是愿意支付高溢价获取好的品质。

但我们之所以说这种消费更多地来自于对差异化的精神需求，是因为可以发现，**其价格的定位与其消耗的成本、品质之间，并无明显的线性关系，在成本之上，没有办法衡量剩余的价格空间的定位来源，更多的是无形的，这就是公司无形资产的来源。而价格的确定，最主要的还是看什么人愿意出什么价格了。**比如，一般的别墅定价为2万每平方米是可以得到一般认可的，但碧桂园可以把别墅的价格定位为10万每平方米，它的出发点可能就是出自于消费者对财富的差异化认知。因为仅从成本角度考虑，前者的成本如果为1万每平方米，后者为3万每平方米，多增加的两倍的成本足以使其品质进入奢侈品行列，使其显性地步入拥有财富的行列，但可以看出两者的毛利率分别为50%与333%，高出的那部分，就是消费者为追求财富差异化而多付出的溢价。

奢侈品的存在，多是由于财富差异化的需求，它们的存在是合理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其高昂的毛利率可以解释无处不在的高品质广告的财务来源，烧钱是有道理的。从具体产品上看，具备这种属性的产品有很多，珠宝、钟表之类不计其数，但回到A股上市公司，却很难看到，一些老字号的珠宝公司可在此列，但据我们所知，这都不是各自领域内的王牌，就是说其定价能力依然较弱，它们的产品价格提升可能存在伤害无形价值的可能。比如老凤祥胆敢将黄金首饰提价高于黄金很多，消费者就会毫不犹豫地转移消费对象，因为在其产品构成中，成本占大头。还有一类则是依靠其品牌，拥有提价的能力，珠宝玉石之类我们了解得少，但可以拿茅台来举例，这在白酒类里绝对属于奢侈品，而且具有收藏价值，在提价方面，它从来都是其他品种的领先者，因为它不提价，其他品种提价就会将购买力挤压到茅台这里，意味着损害自己的无形价值。

因此我们在寻找具备营销优势的公司时，首先就是需要寻找这样的具备高毛利率，并且拥有提价能力的公司，手表领域的江诗丹顿之类的或许属于这一类，粗俗点说，所谓其设计、工艺、限量版等都是故事，高价是真的，高毛利是真的，提价能力是真的，所以说它们就具备了营销优势，想想看，如果没有营销建立的无形价值，消费者会为它支付多少价格?

第二种差异化的认知来自于年龄的定位。

天津的商业街滨江道上有一家专卖中老年服装的商店，称为老美华，其旁边是一家经营年轻人主流服饰的上市公司美特斯邦威的店面，附近应该还会有一家婴幼儿服装店。在超市的饮料区，可口可乐旁边一定能发现百事可乐，附近不远应该还会发现幼儿奶粉的销售区。百事可乐定位于“新一代年轻人”，因此更受年轻人青睐，它的广告也都是当下最流行的体育或娱乐人物；而可口可乐“经典、传统”的定位，使得年纪较大的人更加青睐，作为一个投资人，大家都知道的，巴菲特老爷子最喜欢健怡可乐，喝了几十年了。

我们可以发现，以上这些产品的差异都来自于年龄定位的差异化，不同的年龄会对不同定位的产品给出愿意支付的价格。一般来说，为了下一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代，在婴幼儿的消费领域消费者更愿意多付溢价，用以支付难以识别的高质量，因此可能这个领域的毛利最高。年轻人的个性化需求，会促使其愿意为具有明确年轻、时尚标签的商品支付溢价。最节省的恐怕是老人，一方面节省的习惯使其不愿意支付高价，同时消费周期会更长，一件衣服会穿很多年。从这个角度看，这个领域的毛利可能更低。

同样依据年龄来进行差异化的领域还有很多，比如化妆品，既有针对年轻人，又有适合婴幼儿的产品。再比如医疗保健领域，有婴幼儿护理，也有中老年疗养，还有适用比较全面的体检服务等。

就中国而言，人口年龄上有两个趋势，一是 20 世纪五六十年代婴儿潮人口步入老龄，二是 20 世纪 80 后代婴儿潮人口开始培育下一代。这意味着年龄线的两端将是未来消费的两大主力。而且这两个群体消费的支付者都是 80 后一代，一般具有一定支付能力，未来的趋势可能就是财富从年轻一代向医疗、护理、教育、培训等行业的转移。

其他的差异化有很多，如审美、认同感、安全感等，特别是认同感，营销在把需求差异化的同时，也将消费者划分成了一个个的小群体，而**差异化往往是对群体外而言，群体内则要求认同感。**

营销品类的细化与分化是大趋势，不断会有新的细分行业或细分品类分化出来，同时诞生一批细分行业或细分品类的代表与龙头。当一个行业开始逐渐走向融合的时候，可能就意味着行业开始走向成熟与没落了。

寻找细分行业代表

写到现在，大家或许已经感觉到，营销所进行的差异化定位，只是解决了消费者区分的一方面问题，是否能形成竞争优势则还要看其营销力的强弱。**一般来说，如果其营销力可促使其产品或品牌成为消费者心中某些细分行业或特定品类的典型代表或龙头，那么营销力就可能转化为营销优势了。**

比如，可口可乐吸引的消费者可能比百事可乐的年纪更大，但可口可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乐作为这个品类的创造者，是这个行业内的寡头，拥有定价权，最近在美国已经开始提价，所以它有良好的成本转嫁能力，可获得平稳的收益率。这样，我们就可以说，可口可乐拥有竞争优势。再比如茅台酒，是酱香型白酒这个品类的代表，在中国这几乎相当于是酱香型白酒的同义词，所以我们说贵州茅台有营销优势。而五粮液可以作为浓香型白酒品类的代表，山西汾酒可作为清香型白酒品类的代表，但其在消费者心中的代表力明显没有可口可乐或茅台强势，所以我们可认为它们的营销优势较弱。因此，公司拥有的品牌及产品的无形价值取决于其在各自品类中的地位或主导力，可口可乐可以主导可乐行业，其他可乐就不行，所以前者的无形价值远大于后者。

其他的代表，在中国，或许还有联想代表了电脑，鲁花代表了花生油，九阳代表了豆浆机，百度代表中文搜索，阿里巴巴代表电子商务，当当网代表网上书店，格力代表空调，苏宁代表电器超市，京东代表网上电子超市，我们要寻找的投资标的，就是这类成为细分行业或细分品类代表的公司。

嗯，还是不少的，可惜的是，在中国的资本市场上这类公司就屈指可数了。

竞争优势三：渠道优势

渠道是从销售角度出发，涵盖工厂里好的产品，到消费者手中好的消费品之间的中间环节，同样也是创造价值的场所，这一点政治经济学的学者也不会反对，他说的是流通创造价值。

渠道就是资源，渠道就是禀赋。渠道的价值与力量，在苏宁成功之后，才真正引起人们的注意，其实这与国外引进的超级市场是相同的原理，只不过苏宁的财富故事让我们更能切身体会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渠道确实是个传统概念，在概念的澄清上，也确实无法挖掘新意，只是伴随工业化与信息化的进程，渠道的存在形态有了很大的改变，从这个角度入手，或许能对这个传统概念做一个新鲜的分析，看看这里是不是蕴藏着可发掘的机会。我们先进行个简单的分类。

主要渠道种类

1. 传统商业渠道

传统渠道如沃尔玛、家乐福等超市，大型超市之所以在过去几十年大肆兴起并发展，不仅仅是因为其满足了消费者一次性购物及享受购物的需要，更重要的原因还在于其占有的渠道优势，赋予了它们与上游厂商讨价还价的能力，从而降低成本，拥有更具竞争力的产品售价。

在单纯的商品市场，渠道优势所发挥的作用则更为突出，**特别是同质化高的细分产品市场，一片红海中，竞争中制胜的关键，往往是对渠道的掌控。**比如娃哈哈，其纯净水与其他厂商纯净水几乎没有区别，之所以它能成为纯净水市场的龙头，主要就是依靠其拥有的深入农村、乡镇和城市的多层次渠道资源，使得其在铺货效率及成本上取得优势，当消费者身边只有娃哈哈纯净水可买，而纯净水之间又没有差别时，就会提高娃哈哈纯净水的销售。

渠道带来的竞争优势更有说服力的案例，是娃哈哈在非常可乐的销售上。从品牌上看，非常可乐与可口可乐及百事可乐几乎无天壤之别，口味上也无独特之处，但娃哈哈凭借其渠道，成功地使非常可乐渗入到对可乐品牌区分不明确、对口味难以辨别的乡镇及农村市场，在一个红海的产品市场细分出了一个模糊的蓝海，这种农村包围城市的策略的成功，就是来自于娃哈哈的渠道优势，而其他的品牌，则最终消亡，无处寻踪。

2. 细分渠道

伴随商业的发展，对行业、产品及需求的细分成为主流趋势，逐渐地，渠道资源也进行了相应的发展与转化，在原有大而全的渠道形态基础上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逐渐发展出细分化的渠道形态，如苏宁、国美是专门的家用电器渠道龙头，京东商城是家用电器网上的渠道龙头，当当网是国内最大的网上书店，在书籍渠道中占据优势。淘宝则是各类商品网上交易的主要渠道，可称为网上沃尔玛，或者网上义乌商品城，是信息化与传统超市业态的有机结合。A股上市公司吉峰农机是农用机械的销售渠道整合者。

其实还有很多一直在我们周围的传统业态，也可属于细分的渠道业态，如银行，是各种金融产品的渠道掌控者。保险和基金的销售人员，都会知道银行手里渠道资源的价值，他们拥有强大的讨价还价能力，是强势的渠道资源拥有者，可以保证获得平稳且高昂的手续费，而且是在边际成本几乎可以忽略不计的情况下。如果不是因为中国的银行受一定限制，我们真的会认为银行的渠道优势能赋予其极大竞争力及赢利能力的。

再如物流行业，在网上交易兴起并迅速发展后，传统邮政系统难以满足低价、迅捷的时代需求，就自然地产生出新兴的物流业态，快递就是从传统物流中分离出来的，其与传统物流最大的差别就在于成本及速度。在中国邮政的垄断逐步被打破后，顺丰快递已逐渐成长为中国最大的快递龙头，这已经成为典型的渠道优势，现在哪个大型网店的销售不需要和它搞好关系呢?

信息化使得信息极大丰富，也使得区分信息的难度加大，厂家难以找到自己的销售对象，并对其进行销售引导。分众传媒解决了这个问题，高档楼宇广告可播放高级商品广告，低档楼宇可播放普通商品广告，而且，其独特的楼宇资源使其确保稳定的观众观看时间。由此，分众掌握了细分广告的渠道资源，想要有针对性地发放广告，先和分众打好招呼吧。

3. 新兴渠道

要么是新需求催生，要么是传统渠道难以满足新需求，要么是伴随着信息化等时代趋势，促使渠道形态逐渐深入发展。这里我们举近来火热的新兴细分领域电子支付行业的例子，《创业家》2011年6期对此做了深入的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报道。

2011 年 5 月 26 日，27 家第三方支付清算公司收到了中国人民银行通过邮寄颁发的《支付业务许可证》，标志着电子支付纳入监管范围，其细分行业形态及地位得以确立。

毫无疑问，电子支付是货币的渠道业态，是信息技术与电子商务、金融的有机结合。行业初期以网上支付为主，主要分为两类，一为支付宝，有自己的购物平台及用户，初期以服务自己客户为主，后期逐步拓展与外界合作。二为首信、云网为代表的纯网关型支付公司，与各银行做接口，为需要的商家提供网上支付通道。网上支付公司收入来源一是客户货款滞纳或存留产生的收益，二是收取渠道手续费。

到现在，除支付宝依靠自身客户得以成熟、壮大外，其他网上支付公司都没有巨大发展，伴随进入者增多，竞争极为惨烈，仍旧艰难存活。所以，在一个细分行业初创时期，即使有充分的想象力，也难以选出最后的胜利者，这个行业确实只是风险投资者可以战斗的地方。

伴随着行业的探索，创业者们逐渐意识到，电子支付不过是信息技术与金融服务结合的产物，只是一种支付手段，而不是一种高科技的新商务形态。比如信息技术与媒体结合就是门户、搜索，与零售结合就是淘宝、当当，跟旅游结合就是携程。因此，电子支付并不等于网上支付，更多的有消费能力的客户，并不能掌握 PC 的浏览器终端，而手机、固定电话、POS 机、移动终端等，都是电子支付应进入的领域。这样，**电子支付作为一个细分行业有了拓展的空间，其影响力逐渐渗透经济、生活的各领域，其作为一个新兴行业的地位得以确立。**

而电子支付行业的前景，按快钱公司创始人关国光的话就是，快钱最大的敌人不是支付宝，不是银联，更不是银行，而是顺丰快递，是纸币。言外之意，电子支付可代替纸币，可代替支票，可代替放在顺丰快递纸袋里的纸质票据。

从网上支付到电子支付的转变，催生了新的一批行业龙头，行业空间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的扩展，也给新进入公司留出了足够的生存空间。目前，传统老大支付宝依然强大，但新兴电子支付企业如快钱、拉卡拉等已在不同的支付领域异军突起，开始掌握更加细分的货币流通渠道。

相信，拥有了这种新兴细分渠道优势的公司，就是我们寻找的大黑马。只是，我们刚刚所讨论的电子支付公司，在A股尚无上市。

以上是依据时间与渠道资源发展的业态趋势而进行的简单的种类划分，必然的，有很多种类没有包含进来，之所以这样武断地简单化，主要是让大家能对渠道资源的类别与发展有个简单的了解，也能从所举的案例中体会，渠道资源完全可以成为一家公司赖以成功的一种竞争优势，八仙过海，各显神通，终于轮到了渠道优势上来（见图5-2）。

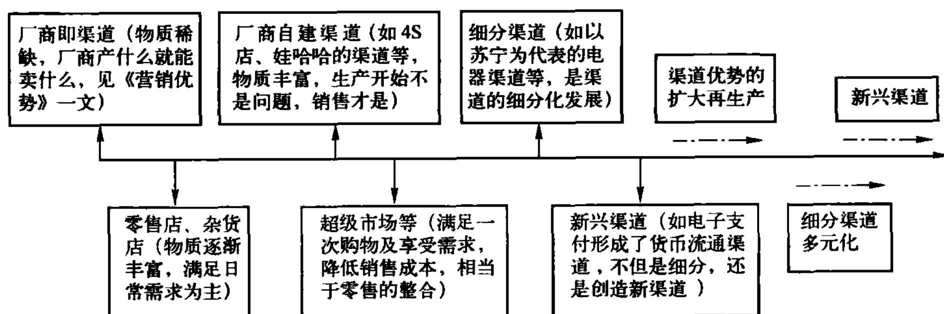


图 5-2

寻找渠道优势

那么在投资过程中，我们怎样认识渠道优势，从中挖掘投资价值，甚至寻找黑马公司呢？很艰难，好在苏宁的成功给了我们信心，使我们意识到，渠道资源虽然历史悠久，但绝对不会过时，任何时期、任何领域都会有相应的渠道资源存在，不论是传统行业，还是新兴行业，时间所改变的，只是渠道资源的业态，而渠道本身，则永葆吸引力。我们从以下三个方面简单叙述寻找拥有渠道优势公司的途径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一是现有业态的简单扩大再生产。

这个容易理解，比如苏宁电器继续开新店，吉峰农机增加经销商，分众传媒继续购买楼宇等，这是专注在自身拥有的渠道优势基础上的简单扩大再生产。好处在于成熟的运营经验使其发展壮大而边际成本更低，规模效应明显，更加强势地确立其渠道优势的龙头地位。弱点在于，市场的扩张边际是有限的，开新店的速度和空间会有瓶颈。现在的苏宁的成长性大不如前，就是这个道理，虽然我们还是看好苏宁电器，但主要逻辑已不是其扩张发展的速度，而是它的渠道优势，相应地所给予的估值自然不同。

二是细分渠道的多元化。

如果当当网开始卖图书以外的众多商品，京东商城则开始卖图书，史玉柱先生也声言要利用自己的营销团队卖保险，这属于细分渠道龙头的多元化扩展，更加明确地显示出这些公司的竞争优势就在于渠道，而渠道，可以销售不止一种产品。多元化的优点在于扩展公司业务范围，能在新的领域中获得市场空间，从而化解在一个细分领域中的瓶颈。其弱点在于，进入新的领域，面临着新的风险与挑战，原有运营经验可能并不适用，卖图书与卖服装可能并不一样，公司面临转型风险，此时需要消耗公司原本确立的渠道优势，这对公司是个伤害，**因此细分渠道优势拥有者进行多元化，从故事上看可以很有想象力，但事实上非常艰难，需要进行审慎的分析。**

三是寻找新兴渠道龙头。

这是最有吸引力的领域，也是难度最大的。新兴代表先进、代表时尚、代表新需求，代表先入优势，想象一下，当初的苏宁、当当、顺丰快递，哪一个不是在新兴的领域中成长起来的渠道龙头，而现在，它们已经确立了渠道优势，成为行业的霸主。而作为货币转移渠道的支付领域则方兴未艾，作为新兴广告渠道的移动媒体平台开始爆发，这些都是新兴的渠道业态，代表了新的细分渠道业态，也必然会产生新的龙头，寻找拥有这些新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴渠道的龙头，就是寻找渠道优势的拥有者。可惜的是，中小板为什么没有引进这类公司呢？

竞争优势四：集中度

集中度，顾名思义，意味着市场份额，这往往是某种竞争能力的结果，是竞争优势在市场中发挥力量的体现。因为分析竞争优势往往是定性的手段，其成功与否除用较长时间等待外，难以有其他手段可以去验证。而集中度则是结果，当集中度显现后，说明某种竞争优势已形成，从结果反推原因，也是一种寻找竞争优势的方法。只是这种方法寻找到的公司，只能享有竞争优势成型带来的稳定结果，而竞争优势形成的过程，则已经过去，毕竟，已经被集中度验证了的竞争优势，已经成为了优势，而非潜在。结果代表确定及稳定，而过程代表动荡及风险，当然，后者代表着几倍甚至几十倍于前者的收益。

关于集中度这个概念，我还是稍稍纠结了一下，因为本意是要说垄断与寡头，但集中度似乎更能够涵盖这两个概念，无论垄断与寡头的地位是如何获得的，都意味着集中度的提高。同时，除了能成为寡头的，有着集中度逐渐提高趋势的公司，可能就是下一个寡头，这使得我们有机会享有一些竞争力形成的过程。所以，集中度，是寡头与垄断，但不仅如此。

一般来说，集中度的提高，主要有四种方式。

第一种是权力给予，坐享其成，拥有权力红利，我们称之为权力寡头。一般来说，这些企业可能都是衍生于关系国计民生的大企业，这样的公司，一般会拥有稳定的收益及高额的补贴，产品独占性提高毛利率，政策补贴提供保底。但坏处在于要受权力监管及制约，集中度的坚固与否也与权力的坚固与否直接相关，而国家战略也是逐渐发生变化的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二种是在市场竞争中获得的，竞争惨烈，遍体鳞伤，但能获得市场自由，它们已经成为市场的主导者，只要战略不发生失误，则可享受一定时期稳定的寡头红利，但与人的生命周期一样，伴随着需求的变化或细分，它们总是会过时，因此，其集中度坚固程度与其战略方向直接相关。我们称这一类为竞争寡头。

第三种可能是介于以上两者之间，是政策，更多的是产业政策与市场竞争相结合的产物。一般来说，产业政策先出招，对某一行业进行扶持或打击，而后一些公司死掉，另一些公司抓住机遇或变危为机，借势崛起，抢抓市场，提高集中度，成为新的寡头。这样的公司有较强的市场竞争力与好的政策判断力，是一个新形势下的明星。如果产业政策不突然变化，它们可以活得很好。这一类我们没找到好的名称，且称为第三类寡头。

第四种是由于产品特殊性所形成的产品不可替代性，这赋予了它们产品独占的地位，一种产品就等于一个细分市场，市场集中度极高，定价能力极强。这种我们称为产品寡头。

第一种权力寡头的公司，一般大家对它们的主要印象有规模大，世界 500 强的中国公司中主要是这一类公司。补贴高，经常性获得财政部等单位百亿级别补贴。员工福利好，是当前毕业生心目中唯一能与公务员相提并论的职业方向。当然还有这类公司产品直接关系民生，汽油、水电等价格上涨，可直接推高公众通胀预期。这类公司增长普遍稳定，往往是高毛利与低增长的结合，如中国石油，历年毛利率保持在 30% 以上，这是一个羡煞旁人的高度，也是寡头垄断带来的最直接好处。但我们也会发现一些不好的方面，比如 2008 年和 2009 年，税后利润的负增长与 10% 以上三项费用增长率的对比，表明运营能力方面较弱，成本较高，这也是员工福利好的主要来源（见表 5-1）。**羡煞旁人的毛利率与羞煞旁人的费用增长率，没有变化的费用增长率与大幅波动的利润增长率，共同体现了权力所给予的垄断带来的管理改善动力不足的问题。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-1

中国石油	2010 年	2009 年	2008 年
销售毛利率（%）	33.79	37.89	36.17
净资产收益率（%）	14.895	12.200	14.500
税后利润增长率（%）	35.57	-9.35	-21.97
三项费用增长率（%）	14.893	8.5397	12.7569

中国石化的问题也一样，毛利率保持在20%上下（见表5-2），稳定而没有想象力的毛利率和资产收益率背后，是大幅波动的利润增长率与一贯高昂的费用增长率，然而毛利率是权力寡头的地位给予的，利润增长率是市场给予的，而费用体现了公司给予管理层与员工的，这说明了什么？说明了公司运营的好坏完全寄托在国家给予的和市场给予的，而管理层与员工能获得的，与这些似乎没有关系。这就是典型的国有企业的委托—代理问题，干好干坏一个样。

表 5-2

中国石化	2010 年	2009 年	2008 年
销售毛利率（%）	19.66	23.46	8.53
净资产收益率（%）	10.69	14.88	7.51
税后利润增长率（%）	12.82	120.34	-49.67
三项费用增长率（%）	18.221	8.5396	19.2372

从股票市场的表现来看，投资者对于权力寡头明显不太感兴趣。从公司基本面来说，公司产品价格等受到严格制约，没有想象力，比如燃油价格上涨必须经发改委批准，对自己的产品价格没有决定权，没有定价能力。运营费用高，管理能力较弱，没有管理红利。赢利没有想象力，收益完全在可预期之内，不会有大幅波动。**平稳意味着失去关注，波动才有吸引力。**股息分红极低，中国石化2010年税后股息率为1.46%，中国石油2010年税后股息率为1.54%，比活期存款利率略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高，但相较于其他投资品种，则不值一提，毫无吸引力。这属于产业资本有兴趣而股票资本没兴趣的领域，前者追求资产收益率，后者追求波动收益率及股息率。

第二种寡头为竞争寡头，依靠某种或多种竞争优势提高并保持了集中度，确立了寡头地位。其地位赋予了产品价格控制能力，残酷的竞争磨炼出其卓越的成本控制能力与运营能力，加上不断的研发投入，使其能获得高的毛利率。与第一类寡头的两大差别在于，一是这类公司的市场是存在极大变化的，因此要求公司有强大的应变能力，也就是竞争能力。而权力寡头公司的市场则是不变的，它们十年前是卖燃油、卖水电，现在依然是这样，而格力电器十年前卖风扇、卖空调，现在得升级换代，要变频、无声，还要节能。二是这类公司的管理层多是创业者或与创业者关系密切，拥有强大的事业心，在公司利益之外，没有权力的利益作为另一个选择，因此怀有远大的事业理想，更有事业心。关于管理能力成为竞争优势的问题，我们还会专门讨论。

格力电器是最纯粹的空调股，也造就了其在家用空调领域的绝对龙头地位，其经过激烈的市场竞争最终确立地位，国内市场占有率在60%左右，拥有绝对的影响力。在全球市场份额也超过30%，有望成为世界的空调龙头。其毛利率平均在20%以上，在激烈的市场竞争中，这个毛利率水平已经很高（见表5-3）。吸引眼球的是它30%左右的净资产收益率及50%左右的利润增长率，这里体现了竞争寡头公司所具备的运营能力（见图5-3）。

表 5-3

格力电器	2010年	2009年	2008年
销售毛利率（%）	21.55	24.73	20.06
净资产收益率（%）	32.142	29.222	28.12
税后利润增长率（%）	46.76	48.15	54.87
三项费用增长率（%）	38.69	26.1931	10.405

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

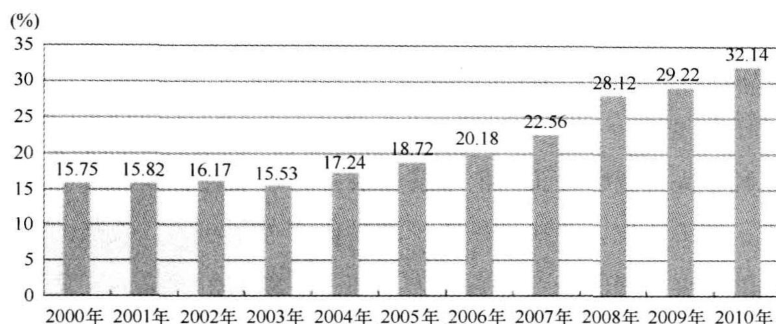


图 5-3　格力电器净资产收益率

三一重工是国内工程机械龙头，挖掘机市场占有率已超过小松，市场份额为 11.5%，而小松降至 11.1%，三一已超过小松位居行业首位。同时，三一在国外市场拓展道路上领先于行业，几乎垄断很多发展中国家市场。这也是一个典型的竞争寡头的案例，是工程机械行业股票投资的首选标的。

竞争寡头是最受股票市场投资者青睐的投资标的，公司毛利率高，运营能力强，有产品定价能力，管理层可以信赖，有发展前景，并且经常能突破线性发展路径，给市场以惊喜与想象力，是股票市场中基本面与操作面相结合的良好平台。

第三种寡头是产业政策与市场竞争的共同产物。产业政策有扶持有整顿，不一而足。

这方面的典型案例就是水泥行业。2010 年，工信部发布《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》，要求建材行业 2012 年年底前，淘汰窑径 3.0 米以下水泥机械化立窑生产线、窑径 2.5 米及以下水泥干法中空窑（生产高铝水泥的除外）、水泥湿法窑生产线（主要用于处理污泥、电石渣等的除外）、直径 3.0 米以下的水泥磨机（生产特种水泥除外）以及水泥土（蛋）窑、普通立窑等落后水泥产能；淘汰平拉工艺平板玻璃生产线（含格法）等落后平板玻璃产能。这拉开了水泥行业清理过剩与落后产能的序幕，这给行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内具有竞争优势的公司提供了机遇，短短一年时间里，伴随着水泥公司的减少，行业集中度迅速提高，龙头公司凭借收购等手段抢占市场份额，由原来的区域龙头为主的市场格局，转变为全国性龙头的出现，海螺水泥就是代表（见图 5-4）。行业产能的清理改善了供求关系，使水泥价格有上涨驱动，集中度的提升代表着价格控制能力的提升，毛利率的提高。具有竞争力的公司借产业政策之势而崛起。

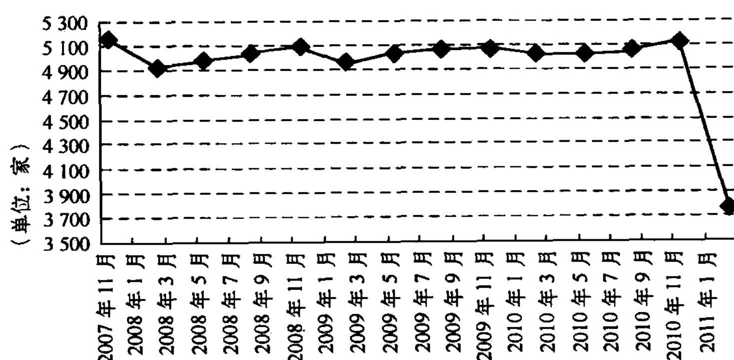


图 5-4　水泥行业企业数量

工信部 2011 年 7 月 11 日又公告了 2011 年工业行业淘汰落后产能企业名单，水泥等成为淘汰落后产能最多的行业，可以预计，水泥行业的集中度依然有提升趋势，这个趋势就是竞争力公司向寡头的迈进过程。

如果产业政策有明确的趋势并且有持续性，一般来说会给行业公司创造一个平稳的环境，市场竞争为主要崛起手段。但产业政策也有突然转向的可能，政策瞬间转向，使公司遭遇灭顶之灾。**所以产业政策寡头，既要是具有竞争力的市场竞争者，也要是敏感的政策感知者。既可能乘势崛起，也可能逆势而亡。**

第四类寡头为产品寡头，典型的案例有很多，如美国的可口可乐，中国的贵州茅台、云南白药、东阿阿胶等，口味的因素，历史的因素，技术的因素等，共同导致了其产品的独特性与不可替代性，使得一个产品、一个公司就可以等同于一个行业，从而确立寡头地位，享受定价权与高毛利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此类公司逻辑简单，产品简单，经营稳定，是价值投资者的满意标的。特别是云南白药这样的公司，不但产品有独特性，而且在产品的拓展上也有空间，在牙膏领域进行了成功的拓展，这种既有稳健的创伤治疗产品做防御，又有新产品拓展，是更加有吸引力的投资标的。

产品寡头公司可遇不可求，有悠久历史的证券投资也并没有出现很多这样的案例，因此更值得投资者关注与把握。

以上分析了市场集中度的主要种类及各自优势，而并没有讨论如何获得市场集中度，因为这是竞争优势系列的主要问题，其他部分会讨论。集中度的提升，就是一家公司向寡头公司迈进的过程。不但要享受寡头所拥有的红利，还要把握一家公司成为寡头的过程，前者是守业，后者是创业，市场给予的估值自然不同。

集中度或寡头优势的主要逻辑为，集中度提升——寡头——定价权——毛利率、规模，相信这是所有以赢利为目标的公司所追求的路径。

竞争优势五：管理优势

公司是一个群体性的经济组织形式，就像党派是一个群体性的政治组织形式一样，无论从事何种业务，主体依然是人。人是公司的基本属性，正因为如此，法律上给予公司的定位即为“法人”，即是在法律上，与人有同样的角色，有权利，也有责任与义务。而人的群体所发挥的作用与效率，就涉及管理问题，包含对人的管理，称为人力资源。包含对业务的管理，称为企业运营。包含对人的也是公司的愿景管理，称为战略。所以，管理产生效益，管理创造价值。

选择好的管理团队，是我们选择投资标的要做的重要工作。**因为好的管理团队，代表着公司正常、确定的发展方向，而坏的管理团队，则更容易导致公司出现异常、不稳定的发展轨迹，损害公司价值。**按我们的选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逻辑，可将管理分为管理层及管理效率两类，但前者更倾向于定性判断，后者更倾向于定量判断。

有理想的管理层，能让我们寄托更多的理想，而没有理想的管理层，不可能实现别人的理想。**在管理层面，可分为创业家及企业家两类，前者发挥威力的领域在创业，后者发挥作用的地方在管理。创业家的创造拓展能力与企业家的管理运营能力相对应，前者看一家公司创建、发展与壮大，后者看公司运营的效率与成本。可以看到，企业家与管理效率相结合，创业家则与开创和拓展相结合。**

中国现代企业主要的发展历史，应该主要是改革开放后的30年，伴随着市场经济搞活与民营经济放开的大背景，一批真正意义上的现代企业得以出现并崛起。因此，对于中国的公司，从目前来看，创业家占企业明星的大比例，但企业家阶层正在逐渐崛起。一个成功的创业家，是一个公司的名片，甚至一个人，就是一个公司。所以，一个公司崛起，一个明星创业家就会产生。我们身边的例子很多，如联想电脑与柳传志，娃哈哈与宗庆后，新希望与刘永好，李宁公司与李宁，在互联网与电子商务领域，如新浪与王志东，搜狐与张朝阳，百度与李彦宏，阿里巴巴与马云。如果你愿意，这个名单可以拉得很长。

在企业的创业期，创业家对企业的影响具有决定性的作用。这给了我们充分的理由去选择有理想、有能力的创业家。从投资角度来讲，这一时期就可因为优秀的创业家而给予公司较高的估值溢价。毕竟在创业期内，依靠企业的业绩，还难以有很强的吸引力。成功的创业家，在获得估值溢价的同时，也给公司业务带来正面推动，使得交易对手与创业家做生意更有成就感，消费者对创业家的认可使得他们更认同公司的产品与服务。所以，寻找明星的创业家所领导的管理团队，是一个简单易行的办法。

但这经常存在很大问题，一是作为人的创业家也有周期存在，精力、体力，或是理想实现后的懈怠与懒惰，都是其领导力与管理能力减弱的原因，所以，即使成功，也要进行仔细辨别。人对成功的追求有很多种，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带领公司实现成功后，对其他领域的价值追求可能变得更为重要。比如海尔集团张瑞敏，在10年前是最著名的企业领导人，甚至掀起了国内的管理革命。但现在他已逐步淡出管理，在管理理论上花费的精力更多，四处讲学，这样的明星创业家，我们崇敬他的过去，但这更可能是我们放弃投资海尔股票的理由而不是买入的理由。乔布斯与苹果，是一个典型的证明案例，他离开而又回归，前后的市场对苹果股票做出大跌与大涨的不同反应，说明一个强有力而依然充满激情的创业家的回归，对股票的估值溢价产生了多大的作用。还有，柳传志对于联想也是回归了，他的创业及管理能力举世瞩目，但却不一定会对联想的估值溢价产生太大的作用，这是因为联想的主营个人计算机业务，已经处于基础的制造业行业，再也不属于先进的IT领域，行业属性的限制，使得公司估值无法产生想象力，难以突破制造业的行业估值区间。相反，苹果公司的产品恰是IT领域、互联网等行业最先进、最时尚、最受欢迎的产品制造者，在制造的基础上，有技术创新，又有概念与想象力，可以用IT行业这类经常产生泡沫的行业水平进行估值，可以说，估值甚至没有上限。所以，对于一个创业家所带领的管理团队的认可，并不等同于对公司价值的认可，它还只是其中一个因素。

二是前30年创建了成功企业的创业家，现在多已步入暮年，面临急迫的交接班问题，如宗庆后、任正非等，而这对于一家人就是一家公司的公司来说，影响是极为严重的，一方面公司的稳定、持续发展难以确定，另一方面公司未来面临的方向也是模糊的，甚至存在为了平衡利益进行分拆的可能。这对于公司的价值无疑是极大的伤害。所以对面临此问题的众多公司，要及时降低创业家明星光芒的影响，进行客观判断。

目前来看，交接班问题处理最好的应该就是万科的王石，其将公司打造为公众公司后，退居幕后，执行职业经理人制度，褪去家族化色彩，从而奠定公司的稳定发展基础。其新领导人郁亮，则是我们上文定义的企业家角色，对于企业的运营有着突出能力，正像是我们所定位的那样，企业家发挥作用的地方在管理。管理运营能力是其优势所在，主要贡献在于对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司运营的效率与成本的改善。当然，这么说必然很片面，因为成熟公司也经常面临生存危机，面临战略抉择，也有很多起死回生的案例，但我们如果把这样的企业家，也当做第二次创业家的创业家去理解，或许也可以接受。比如新浪曹国伟，在王志东被迫退出后，新浪着实走了漫长的探索之路，而现在，终于在微博领域重塑地位，占据新媒体先发优势，立刻使得其他门户处在被动追赶地位，这可以说是曹国伟的企业家能力的体现，但把这说成是第二次创业，将其认为是创业家，似乎更加合乎逻辑。

从运营效率及成本角度考量，可分别用毛利率及费用率之类指标进行量化分析。我们拿 A 股上市公司伊利股份与 H 股上市公司蒙牛股份做下简单对比。表 5-4 和表 5-5 是我们简单计算的三项费用占营业成本的比例情况，其中需要注意的是，由于两地上市公司财务指标的口径不同，伊利股份中营业成本已包含三大费用，相当于蒙牛股份销售成本与三大费用之和，计算时需要注意。从结果我们可看到，蒙牛乳业三大费用比例占比较伊利股份低一半，说明其运营能力强大很多，这当然体现出管理团队的意愿及能力水平。想象一下，如果 2010 年伊利股份的三项费用占比能降到蒙牛乳业 22% 的水平，则可节约 37.56 亿的费用，这对于 16 亿总股本的公司来说，相当于每股赢利增强一倍以上，可是不得了。当然，这种算法太过于简单粗糙了，但可以体现出这种改善的倾向对于公司业绩改善的影响。也说明，运营效率的改善与运营成本的降低，对于一家公司的业绩是极为重要的。这也是很多公司虽然处于传统夕阳行业，但依然可以拥有丰厚赢利的理由。

表 5-4 伊利公司三大费用占比情况 （单位：万元）

伊利股份	2010 年	2009 年	2008 年
营业成本	2 068 630.88	1 577 807.37	1 584 914.29
营业费用	680 706.73	649 609.15	553 239
管理费用	152 080.91	119 096.31	191 543.09
财务费用	-2 070.75	2 240.27	1 445.45
三项费用占营业成本比重（%）	40.16	48.86	47.08

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-5 蒙牛乳业三大费用占比情况 （单位：百万元）

蒙牛乳业	2010 年	2009 年	2008 年
销售成本	22 478.98	18 858.23	19 195.58
销售及分销费用	5 429.141	4 653.46	4 428.027
一般及行政费用	1 036.039	863.75	622.162
利息费用/融资成本	45.203	61.153	39.394
三项费用占营业成本比重（与 A 股同口径计算）（%）	22.46	22.83	20.96

当然，管理的效率，不仅体现在各项费用上，众多的领域都存在改善的空间，这也是管理逐渐专业化，形成职业经理人阶层的现实需要。但同时，公司运营的隐性影响也不能忽视。老态龙钟的管理带来蹒跚的增长，这是个逻辑。活跃积极的管理能承载更快速的成长，这也是一个逻辑。这方面，比较一下伊利与蒙牛股东的差别，委托—代理关系的差别，就能体会管理对效益的影响。

公司的管理，是否成为竞争优势，主要就是看管理层是否为创业家或者企业家，这种定性判断能带给我们对投资标的的信心，至少是安全边际。管理效率则可通过众多财务指标来分析。但管理对于公司的隐性影响，则需要更加深刻的体会才能感觉到，这已经是企业文化相关的了。事实上，在这方面，定性似乎比定量要有效得多，一个有理想、有激情、有能力、有作为的管理团队，必然更有可能带领出一家优秀的公司，而相反则更有可能伤害一个公司。所以，在进行了技术、渠道等方面的优势探讨后，管理是否存在优势，就是一个重要变量了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后记 整理整理书架，收拾收拾心情

到最后了，任何时候，都会有很多很多异常敬业的同业们，依然在艰苦努力地坚持着对市场走势的分析与判断。但这个市场，唯一不变的就是变化，想要跟得上，看得准，恐怕穷极一生也只能触及一些皮毛，所以，这样艰苦的工作就交给未来吧。

在本书的最后，我也不希望以如此的艰难困苦作为结尾，并且从个人角度，总结之类也似乎过于正式，所以选择了另外的一条线，就是依据我在卓越亚马逊和当当网的订货单，索性整理整理书架，收拾收拾心情，说说阅读好了。毕竟本书的结束，也仅仅是投资事业的开始，但生活与工作，还要继续。以下的书，都是我 2011 年读过的（当然，还有更多的是没读过的在积压），我用两句话说一下我的感觉或看法，大家如果有兴趣，可再深入阅读。

张五常神州系列：包括《中国经济制度》《多难登临录》《货币战略论》《科学说需求》等共八本。这些绝对是需要读无数遍的书，至于能学到什么，见仁见智，至少对我，大家有机会可以看看本系列小品的写作风格就会发现了，有人说我中毒颇深（一笑）。

《异类：不一样的成功启示录》（马尔科姆·格拉德威尔著，季丽娜译）：最有价值的是其 10 000 小时法则。即任何成功的背后，都离不开 10 000 小时的努力。这和现在流行的“成长在 8 小时外”异曲同工。（这本书到底谁拿走了，咋还不还？）

《金融炼金术》（索罗斯著，孙忠译）：炼金术被自然科学抛弃，却可以在社会科学中辉煌。问题仅仅在于炼金术属于人的参与行为，这恰恰是社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会学的研究范畴，而自然科学则要人本身抽离之外。

《超越金融：索罗斯的哲学》（索罗斯著，宋嘉译）：其实关于反身性（一说反射性），在《金融炼金术》中我几乎没读明白，不过读了这本，似乎有所理解了。所谓炼金术，就是一个人的行为与市场走势相互作用的过程。一个趋势开始，反身性触发，一直走到极端，趋势灭亡，另一个反身性触发。没读懂炼金术的，可以看看这本书。

《追风筝的人》（胡赛尼著，李继宏译）：绝对的心灵小品，让我们认识到自己是罪恶、丑陋与卑微的。

《战胜华尔街》（彼得·林奇，罗瑟查尔德著，刘建位等译）：投资行业必读书，我 2011 年才读的确是个罪过。这是你在“书越读越薄”过程中的必选。相对而言，个人感觉，比较起来，彼得·林奇的另一本《彼得·林奇的成功投资》就差好多。

《重新发现社会》（熊培云著）：毕竟，我们是具有思维的高等级动物，当生存不是问题的时候，自由就成为一个问题。关于自由，这本南开校友的书可以让你绝望，也可以让你怀有希望。

《围城》（钱钟书著）：有很多经典在几十年前就该读，这是其中一本。之所以是经典，是因为不论过了多长时间，你都感觉它仍是在说现在。本书中的博士、海归、女人等，和现在的专家、学者、博士、非诚勿扰女嘉宾等像不像？简直就是……

《聪明的投资者》第四版（格雷厄姆著，王中华、黄一义译）：由于作者的特殊身份，这本书被炒得很火，也很贵。不过实话实说，不知是我的理解问题，还是翻译的问题，我从里面似乎没得到什么营养。大家自己看看吧。

两本投资大师传记：《水晶球：吉姆·罗杰斯和他的投资预言》（杨青著）；《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》（施罗德著，覃扬眉、丁颖颖等译）。传记这东西，读读总会有用的，况且即使那么厚，也花不了多长时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《峭壁边缘：拯救世界金融之路》（保尔森著，乔江涛等译）：知道为什么只有美国QE2吗？知道为什么美国只有QE2吗？那是因为美国没有中国这样强有力的财政政策，美联储只能孤军奋战。个中缘由，请参读本书。读了，你可能就会理解，美国经济可能根本不像想象得那么惨。不读，可能你就没资格整天恨铁不成钢的样子，持续地鄙视世界第一的国家。

《伯恩斯坦金融三部曲》（伯恩斯坦著，田唯等译）：包括《繁荣的代价》《华尔街上的经济学家》《金融简史》，其中可能第三本最有可读性，其余两本所说的事情，真的是太久远了。

《1988——我想和这个世界谈谈》（韩寒著）：一时间洛阳纸贵。虽然相对而言，我更喜欢他的博客，不过本书倒也可以读读。还有他的《独唱团》，不知何时才有第二期。

《牧羊少年奇幻之旅》（柯艾略著，丁文林译）：据说本书是迄今唯一一部翻译语种超过《圣经》的书，我读了，一部心灵小品，喧嚣的水泥城市，最能让人迷失方向，这本书可能会帮你知道自己到底想要什么。

《一个证券分析师的醒悟》（张化桥著）：这本书嘛，嘿嘿嘿，卖方可能有烧掉的冲动，因为作者用他十几年的投资研究经验表明，目前很多的研究岗位其实是毫无必要的。不过咱们买方读读倒是很有启发的，至少没那么容易被忽悠。

《时间的玫瑰：但斌投资札记》：本书作者是谁，你猜？哈哈，当然是但斌，此人乃私募名人，这本书，可能几年前读会如获至宝，只是这几年价值投资普及了，再读可能觉得意思不是很大了，但还是可以看一下，很多地方还是挺有意思的。

《投机者的扑克：操盘18年手记》（扁虫鱼著）：刚刚看完的一本，文笔和叙述很真实，虽然其投资风格和投资方式不适合机构投资者，但至少可以知道，相对暴利是如何获得的，相对破产是如何实现的。

《荣辱二十年：我的股市人生》（阚治东著）：只能说，老阚能有机会把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去说出来，已经足够幸运了，在那样的历史中，谁会不迷失？

《给你一个亿：你能干什么》（查立著）：读了本书，极大地满足了我大学以来的实业情怀，其实我进虚拟经济这一行绝对是个意外，做实业才是我原本的梦想。另外，了解创业投资，对于我们股票投资依然有很大借鉴意义。

《背包十年：我的职业是旅行》（小鹏著）：其实只要足够努力，足够执著，加上一点点运气，哪条路都可以让你有饭吃。旅行都能到职业这份儿上，还有啥不能职业的呢？读完这本南开校友的小书，我也开始怀念我那60升的大包了。把旅行的书放这里，有些感慨，以前有时间的时候没有钱，现在没有钱的时候也没时间，什么时候有了钱没时间也好啊……

《大而不倒》（安德鲁·罗斯·索尔金著，巴曙松、陈剑等译）：把这本与《峭壁边缘》放在一起阅读会比较有趣，说的事情很多是共同的，却是不同的角度与立场。而且本书视角更宽广，或许这就是第三人称与第一人称的差别吧。字典一样的厚度，阅读却没那么艰深，既能了解真相，又能满足虚荣心，谁不愿意得到美女路过时崇拜的眼神呢。不过读完后我发现，这样规模的一次金融危机，难道就这样过去了，就像从来没有过一样？至少会留下些痕迹吧。

《无价》（威廉·庞德斯通著，闾佳译）：这本书可能我提到很多次了吧，价格只是一场集体幻觉。在心理学实验里，人们无法准确地估计“公平价格”，反而受到无意识、不理性、政治等不正确因素的强烈影响。这种所谓的集体幻觉，与我常用的所谓动物精神是多么相像啊，只不过这里更加着重“集体”，当动物精神蔓延并影响集体行为的时候，恐怕更高的价都不算高，更低的价都不算低了。还记得我说过的商场里想要销售的800元的鞋子旁边，经常摆着一双2 000元的鞋子的例子吗，看了本书你就知道了。

《动物精神》（乔治·阿克洛夫、罗伯特·希勒著，黄志强、徐卫宇、金岚译）：动物精神这个词我提到过无数次了吧，这足以说明我对这个概念的崇拜了，而这个词的源头却是本书，诺贝尔奖的获得者哦。据说这是经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济学的颠覆之作，我读后的判断是，目前的古典经济学只是斯密、凯恩斯思想的一个分支，因为动物精神这个词其实是由凯恩斯提出的。可惜的是，后来的经济学者为了实现把经济学这种社会学科构造成自然科学的目标，人为地把不可计量因素都排除掉了，方法就是简单的理性人假设，现在我们会发现，经济学之所以不管用，恰恰就是因为这个假设错了。现在，这本书带我们再次从头开始，看看离开这个假设能得到什么。

《非理性繁荣》（罗伯特·希勒著，李心丹等译）：读完了《动物精神》，趁热打铁，看看这本同样是罗伯特·希勒的著作，可以说本书是动物精神的应用版本，所谓的过度自信之类，其实就是动物精神的群体性散发罢了，这两本都读完后，对于动物精神、投资者情绪之类我们投资过程中重要的影响因素，会有足够的认识了吧。

《金融的逻辑》（陈志武著）：这本书是朋友送的，我自己一般很少买这类国内知名人士的书，不过这本书还是读了，而且感觉还不错，尤其是前言写得尤为精彩，可以重点阅读，虽然书中的一些观点我不认同（个人认为陈教授有些过度强调金融的作用了），但对于有观点却没有逻辑的人来说，读一读还是有帮助的。

《比较》《创业家》：这是两本杂志，两种风格，前者注重结构比较，制度着眼。后者注重企业研究，微观入手。大小搭配，阅读不累。

《大投机家》（安德烈·科斯托拉尼著，何宁译）：这个作者的名字费了点劲才记住，按理人名记不住也就算了，可是这个还真得记住。听说过那个经典的“主人与狗”的故事吗，就是出自这位老人家的笔下。“有一个男子带着狗在街上散步，这狗先跑到前面，再回到主人身边。接着，又跑到前面，看到自己跑得太远，又折回来。整个过程，狗就这样反反复复。最后，他俩同时抵达终点，男子悠闲地走了一公里，而狗走了四公里。男子就是经济，狗则是证券市场。”他是欧洲证券教父，自诩为投机家而不是投资家，语言幽默风趣，又个性十足，典型一个倔老头形象。强烈推荐第一本《大投机家》（它的另一个书名是《金钱游戏：一个投机者的告白》），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为我觉得最经典，当然，其他的也可以读。

《读库》：这是一系列双月杂志书，在微博上看到总是有人谈论，随手买了两本，随后一发不可收拾，把之前五年的都买了回来，一本一本地读，30多本都已读完，不过依然乐此不疲。为什么呢，这是关于普通人历史的书，显得更真实，更容易触摸，历史上不只是有皇帝，还有平民，看了无数宫廷大戏，可有人看过普通人吗？这才是真实的，别让别人的嘴蒙蔽了你的双眼。

《教父》（马里奥·普佐著）：电影就看了好几遍，一直误以为里面的麦克就是大名鼎鼎的马龙·白兰度，因为没想到他老了。电影是经过烹调的文字，你看到的，只是导演想让你看到的，虽然已经很接近原著了，但看了书你会发现有无数的信息你并没有关注到，两者相结合会发现更多东西。作为男人，大家都懂的，就是喜欢，不说啥理由了。

《福尔摩斯探案集》《希区柯克经典悬疑探案集》：这两套，一个是推理的经典，一个是悬疑的经典，一个是逻辑的经典，另一个确是出乎意料的经典。有很多人说从里面学到了推理之类，我倒是没发现自己有什么长进，不过作为阅读书目，确实是必不可少的。我想，仅仅读过金庸、古龙已经不能走遍天下了，这两部就是你最大的缺憾。

《目送》（龙应台著）：又把一本温情的书放在了最后，作为一个纯爷们，我却也读得老泪纵横，读一本书，哭了好几场，所以大家千千万万不要错过呀。投资说来说去只是工作，有它无它又怎样，可是作为人，还是有些东西舍不掉，抛不离的吧。开始读这本吧，备好纸巾，Action！

亲爱的朋友，若是有缘，江湖再见！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各行业都存在二八定律，在投资领域成功者更是少数，成功的投资者往往是小众、孤独者。他们总结出的投资成功的方法和规律都是以前经验的积累，但并不能成为以后战无不胜的宝典，所谓水无常势、兵无常形。作者在实践过程中进行了深入的研究、分析，这是一本好书，也希望这是他又一次的开始。

——王建东

天津滨海柜台交易市场有限公司总经理、南开大学经济学院客座教授

无论是普通人还是专业人士，优秀的投资者就是要在投资过程中克服贪婪和恐惧，这种克服的实现靠的是修行，是对各种错误的不断自省。作者以其日常的投资经验和学识为积累，为我们总结了那些容易导致投资失误的多种错误认识，从而避免陷入错误投资思维的陷阱，也为我们战胜贪婪和恐惧提供了帮助。

——刘澜飚

南开大学经济学院金融学系教授、博士生导师

本书是对投资路上常识性陷阱的解构与探讨，包括基本面、政策面和投资策略方面的感悟，有不少真知灼见。行走资本市场，感悟需要悟性，更需要纪律和坚持，相信读者也能开卷有益。

——郑磊

知名经济学者、香港招银国际资产管理公司联席董事、港股持牌分析师

证券市场充满了机会，却又布满了陷阱。每个投资者都希望能够把握市场的机会，却又都有掉入投资陷阱的经历。如何认清风险、规避风险，或许是我们投资之前的第一要务。

——赵迪

《股市动态周刊》副主编

投资市场是相对公平的场所，只要有常识、有平常心，躲得开投资陷阱，挣钱应该不是难事。古人云：力不到不为财。通读此书、精读此书是市场参与者每日看盘外的必修课。

——张炜

渤海财产保险股份有限公司资金运用部副总经理

客服热线：
(010) 68995261, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com



上架指导：投资\证券\股票

ISBN 978-7-111-37996-6



定价：39.00元